

# **IMPLEMENTERING AV EUS DIREKTIV OM MARKEDSMISBRUK**

## **BESTEMMELSENE OM ANALYSER OG INVESTERINGSANBEFALINGER**

Kandidatnr: 203

Veileder: Tore Bråthen

Leveringsfrist: 25.11.04

Til sammen 14 001 ord

25 november 2004

## **Innholdsfortegnelse**

<b><u>1</u></b>	<b><u>INNLEDNING</u></b>	<b><u>1</u></b>
1.1	PRESENTASJON AV TEMA OG PROBLEMSTILLING	1
1.2	ANALYSER OG INVESTERINGSANBEFALINGER	2
<b><u>2</u></b>	<b><u>EUS DIREKTIV 2003/6/EF OM INNSIDEHANDEL OG MARKEDSMANIPULASJON</u></b>	<b><u>3</u></b>
2.1	MARKEDSMISBRUKSDIREKTIVETS BAKGRUNN	3
2.2	FINANCIAL SERVICES ACTION PLAN	3
2.3	LAMFALUSSY-PROSESSEN	4
2.4	KOMMISJONSDIREKTIV 2003/125/EC	5
2.5	IMPLEMENTERINGEN AV MARKEDSMISBRUKSDIREKTIVET OG ANDRE KOMMISJONSDIREKTIV I NORSK RETT	6
<b><u>3</u></b>	<b><u>RETTSKILDENE</u></b>	<b><u>7</u></b>
3.1	VERDIPAPIRHANDELLOVEN	7
3.1.1	GENERELT	7
3.1.2	VERDIPAPIRHANDELLOVEN § 9-2 – GOD FORRETNINGSSKIKK	7
3.2	EU-LOVGIVNING	9
3.3	FORVALTNINGSPRAKSIS OG RUNDSKRIV	10
3.4	BRANSJESTANDARDER	11
<b><u>4</u></b>	<b><u>SAMMENLIGNING AV BESTEMMELSENE I MARKEDSMISBRUKSDIREKTIVET OG ANDRE KOMMISJONSDIREKTIV MED GJELDENDE RETT</u></b>	<b><u>13</u></b>
4.1	OVERSIKT OVER DIREKTIVET	13
4.2	DEFINISJONER	14
4.2.1	BESTEMMELSEN I ANDRE KOMMISJONSDIREKTIV	14

4.2.2	GJELDENE RETT	16
4.2.3	ENDRINGENE	18
<b>4.3</b>	<b>REGLER OM IDENTITETEN TIL DEN SOM PRODUSERER ELLER SPER</b>	
	<b>INVESTERINGSANBEFALINGER</b>	<b>19</b>
4.3.1	BESTEMMELSENE I ANDRE KOMMISSJONSDIREKTIV	19
4.3.2	GJELDENE RETT	21
4.3.3	ENDRINGENE	21
<b>4.4</b>	<b>KRAV TIL ANBEFALINGERS INNHOLDSMESSIGE KVALITET</b>	<b>22</b>
4.4.1	BESTEMMELSENE I ANDRE KOMMISSJONSDIREKTIV	22
4.4.2	GJELDENE RETT	25
4.4.3	ENDRINGENE	27
<b>4.5</b>	<b>KRAV TIL ANGIVELSE AV INTERESSER OG INTERESSEKONFLIKTER</b>	<b>28</b>
4.5.1	BESTEMMELSENE I ANDRE KOMMISSJONSDIREKTIV	28
4.5.1.1	Krav til organiseringen av virksomheten	29
4.5.1.2	Plikt til å gi informasjon om mulig interessekonflikt	30
4.5.2	GJELDENE RETT	33
4.5.2.1	Krav til organiseringen av virksomheten	33
4.5.2.2	Plikt til å gi informasjon om mulig interessekonflikt	36
4.5.3	ENDRINGENE	40
<b>4.6</b>	<b>TILSYN OG SANKSJONER</b>	<b>41</b>
4.6.1	BESTEMMELSENE I MARKEDSMISBRUKSDIREKTIVET	41
4.6.1.1	Tilsynskompetanse	41
4.6.1.2	Sanksjoner	42
4.6.2	GJELDENE RETT	43
4.6.2.1	Tilsynskompetanse	43
4.6.2.2	Sanksjoner	44
4.6.3	ENDRINGENE	46
4.6.3.1	Tilsynskompetanse	46
4.6.3.2	Sanksjoner	47
<b><u>5</u></b>	<b><u>AVSLUTNING</u></b>	<b><u>48</u></b>
<b><u>6</u></b>	<b><u>LITTERATURLISTE</u></b>	<b><u>49</u></b>
<b><u>7</u></b>	<b><u>FORKORTELSER</u></b>	<b><u>52</u></b>



## 1 Innledning

### 1.1 Presentasjon av tema og problemstilling

Den 28. januar 2003 ble EUs direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulasjon (markedsmisbruksdirektivet) vedtatt av Europaparlamentet og Rådet.<sup>1</sup> Hovedformålet med direktivet er å samle de europeiske finansielle markedene til ett marked ved å etablere like regler på verdipapiriområdet i EØS-landene. Direktivet vil sikre integriteten til verdipapirmarkedene i EØS-området og sikre investorenes tillit til disse markedene, jfr. 12. avsnitt i direktivets fortale.

Oppgavens sentrale problemstilling er i hvilken grad dagens norske regelverk og praksis om analyser og investeringsanbefalinger må endres for å oppfylle kravene i markedsmisbruksdirektivet og dets utfyllende bestemmelser.

I henhold til markedsmisbruksdirektivets fortale er hensikt med direktivet å innføre felles regler for bekjempelse av ”insider dealing” og ”market manipulation”. Direktivets definisjon av markedsmisbruk favner vidt. Spredning av uriktig og villedende informasjon gjennom media kommer inn under definisjonen, jfr. markedsmisbruksdirektivets artikkel 1 nr. 2 litra c.<sup>2</sup>

For å unngå spredning av uriktig og villedende informasjon, er det i markedsmisbruksdirektivet blant annet fastsatt detaljerte krav til utarbeidelser av og innholdet i analyser og investeringsanbefalinger. Bestemmelsene er nye innen EU-retten og savner langt på vei motstykke i norsk rett. Tidligere er kravene til analyser og

---

<sup>1</sup> Se innledningen til markedsmisbruksdirektivet.

<sup>2</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 412).

investeringsanbefalinger i Norge blitt utledet av den rettslige standarden god forretningsskikk, organisatoriske regler, bransjens retningslinjer og praksis.<sup>3</sup>

For å undersøke om dagens regulering av analyser og investeringsanbefalinger er tilfredsstillende regulert i henhold til kravene satt i direktivet, vil jeg sammenligne direktivets bestemmelser med hvordan reguleringen har vært til nå.

## 1.2 Analyser og investeringsanbefalinger

En analyse vil normalt utgjøre en kvalifisert sammenstilling av ellers offentlig tilgjengelig informasjon som presumptivt er allment kjent i markedet.<sup>4</sup> Det er vanlig å skille mellom finansanalyser og corporateanalyser. En finansanalyse er en uavhengig vurdering av et selskap hvor målet er å finne frem til selskapets markedsverdi. Analytikerens vil i sin vurdering av markedsverdien bygge på alle fakta som er tilgjengelige. Corporateanalyser er derimot analyser hvor selskapet som blir analysert, har gitt verdipapirforetaket i oppdrag å utarbeide en analyse. Dette skjer gjerne i forlengelsen av et corporateoppdrag og analysen vil dermed ikke være uavhengig.

I det følgende vil jeg omtale både finansanalyser og corporateanalyser som analyser, og kun skille mellom disse der det er knyttet forskjellige regler til utarbeidelsen eller spredningen av dem. Finansielle tjenesteytere gir anbefalinger på bakgrunn av analysene, såkalte investeringsanbefalinger. Jeg vil i det følgende benytte analyser og investeringsanbefalinger om hverandre, da de er omfattet av samme regelverk.

Analysene har betydning for prisingen av verdipapirer, og det er av stor viktighet at informasjonen som formidles er korrekt da det er store verdier involvert.

---

<sup>3</sup> Kredittilsynets høringsnotat, Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv, 1. mars 2004, s. 63.

<sup>4</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, Oslo 2002, s. 183.

## **2 EUs direktiv 2003/6/EF om innsidehandel og markedsmanipulasjon**

### **2.1 Markedsmisbruksdirektivets bakgrunn**

Før gjennomføringen av markedsmisbruksdirektivet var det europeiske regelverket for å beskytte verdipapirmarkedets integritet ufullstendig. Det var ingen felles europeiske regler for å hindre markedsmisbruk. Innsidedirektivet (direktiv 89/592/EØF) omhandlet behandling av innsideinformasjon, men ikke kursmanipulasjon. Reglene om markedsmisbruk på medlemsstatsnivå varierte betraktelig, og de var svært ulike i de forskjellige landene.<sup>5</sup> Dette gjorde aktørene på verdipapirmarkedet usikre på prinsipper, definisjoner og håndhevelsen av reglene ved handel i det europeiske verdipapirmarkedet. Videre var det noen medlemsland som ikke hadde regler vedrørende markedsmanipulasjon eller spredning av villedende informasjon overhodet, jfr. markedsmisbruksdirektivets fortale, ellefte avsnitt. Et velfungerende europeisk verdipapirmarked vil være nødvendig for å få gjennomført en av de fire frihetene, nemlig fri flyt av tjenester. Et av direktivets formål var derfor å samle de europeiske finansielle markedene og gi ett felles direktiv om markedsmisbruk.<sup>6</sup>

Arbeidet med å integrere de europeiske finansmarkeder har vært et hovedsatsingsområde i EU de siste årene. Dette viser seg ved at det er vedtatt en omfattende handlingsplan for finansielle tjenester (Financial Services Action Plan). Det er også utarbeidet nye tidsbesparende måter å vedta finansmarkedslovgivning på (Lamfalussy-prosessen).<sup>7</sup>

### **2.2 Financial Services Action Plan**

Europa Kommissjonen utarbeidet i mai 1999 en finansiell handlingsplan, den såkalte "Financial Services Action Plan". Planen oppsummerer hvilke tiltak som må iverksettes for å bedre det indre marked for kapital og investeringstjenester. I tillegg identifiserer

---

<sup>5</sup> Transactions in securities, Market abuse, <http://europa.eu.int/scadplus/printversion/en/lvb/124035.htm>.

<sup>6</sup> Lau Hansen, Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbruk, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2, 2001, s. 352-368 (s. 352).

<sup>7</sup> Regelverksprosessen for finansielle tjenester, [www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html](http://www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html).

den en rekke områder som burde harmoniseres på det europeiske verdipapirmarkedet. Det ble blant annet påpekt et behov for regulering av markedsmisbruk.

Markedsmisbruksdirektivet ble vedtatt 28. januar 2003 og utgjør et sentralt element i EUs "Financial Services Action Plan".<sup>8</sup>

### 2.3 Lamfalussy-prosessen

Regulering på fellesskapsnivå har tradisjonelt vist seg å være en omstendelig og tidkrevende prosess. Rådet av EUs finans- og økonomiministre satt derfor 17. juli 2000 ned en komité bestående av børs eksperter, "The Group of Wise Men". Komiteen ble ledet av den tidligere belgiske sentralbanksjef Alexandre Lamfalussy. Gruppens mandat var blant annet å finne en reguleringsmåte som var tidsbesparende og dermed ville effektivisere gjennomføringen av nye direktiver.<sup>9</sup> Dette er viktig for at lovgivningen kan følge det hurtig endrende finansielle markedet, jfr. åttende avsnitt i markedsmisbruksdirektivets fortale.

Komiteen la 15. februar 2001 fram en rapport der den foreslo bruk av en regelverksprosess basert på fire ulike nivåer.<sup>10</sup> Første nivå i prosessen består av at Rådet og Europaparlamentet vedtar et rammedirektiv. Her skal hovedregler og prinsipper fastlegges. På andre nivå samarbeider EU-kommisjonen med en komité bestående av representanter fra medlemsstatenes ulike finansdepartementer (European Securities Committee) om å fastsette utfyllende regler til rammedirektivets bestemmelser. De utfyllende bestemmelsene gis i form av direktiver eller forordninger og kan sammenlignes med forskrifter i norsk rett. Nivå tre omfatter CESRs (Committee of European Securities Regulators) jobbing med å gjennomføre regelverket i EU-

---

<sup>8</sup> Finansdepartementets høringsbrev datert 3. mars 2004.

<sup>9</sup> Lau Hansen, Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbruk, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2, 2001, s. 352-368 (s. 353).

<sup>10</sup> Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets, Brussel, 15. februar 2001.



landene. CESR foreslår også detaljregler som skal vedtas på trinn to. Det siste nivået gjelder EU-kommisjonens satsning på gjennomføring og håndhevelse av regelverket.<sup>11</sup>

Formålet med komitologi-prosedyren er å gjøre lovendringsprosessen enklere ved å delegere utarbeidelsen av de utfyllende bestemmelsene fra Rådet og Parlamentet til Kommisjonen.<sup>12</sup>

## 2.4 Kommisjonsdirektiv 2003/125/EC

Markedsmisbruksdirektivet er det første direktivet på verdipapirområdet som er vedtatt i samsvar med Lamfalussy-prosessen.<sup>13</sup> Direktivet er et rammedirektiv fastsatt av Rådet og Parlamentet (trinn 1) og inneholder således overordnede prinsipper for reguleringen av markedsmisbruk. Det er så Kommisjonens oppgave å utarbeide de utfyllende bestemmelsene. Av rettsikkerhetshensyn angir direktivet hva slags bestemmelser Kommisjonen skal utarbeide, og grensene for disse, se markedsmisbruksdirektivets artikkel 17(2). Kommisjonen har vedtatt tre utfyllende direktiver og en forordning som utfyller og presiserer markedsmisbruksdirektivet (trinn 2). Kommisjonens andre direktiv omhandler krav til utarbeidelse og distribusjon av analyser og investeringsanbefalinger, og er vedtatt med hjemmel i markedsmisbruksdirektivets artikkel 6 nr. 10.

Kommisjonsdirektiv 2003/125/EC (andre kommisjonsdirektiv) omhandler ”fair presentation” av analyser og investeringsanbefalinger. Direktivet ble vedtatt av Kommisjonen 22. desember 2003. Dets formål er å minimere risikoen for spredning av uriktig og villedende informasjon.<sup>14</sup> For å sikre markedets integritet setter direktivet strenge krav til rettferdighet, redelighet og gjennomsiktighet når analyser og

---

<sup>11</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 7 og Regelverksprosessen for finansielle tjenester, [www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html](http://www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html).

<sup>12</sup> Lau Hansen, Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbruk, Nordisk Tidsskrift for selskabsret, nr. 2, 2001, s. 352-368 (s. 355).

<sup>13</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 5.

<sup>14</sup> Working document ESC 13/2003, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf), 15.09.04.

investeringsanbefalinger skal presenteres, jfr. første avsnitt i fortalen til kommisjonsdirektivet.

## 2.5 Implementeringen av markedsmisbruksdirektivet og andre kommisjonsdirektiv i norsk rett

Avsnitt 22 i markedsmisbruksdirektivets fortale åpner for en relativ fleksibel implementering av andre kommisjonsdirektiv. Det er opp til medlemsstatene å avgjøre hvordan de mest hensiktsmessig skal regulere kravene til utarbeidelse og distribusjon av analyser og investeringsanbefalinger. Kredittilsynet har i sitt høringsnotat til implementeringen av markedsmisbruksdirektivet, uttalt at verdipapirforetak og profesjonelle analytikere i hovedsak bør reguleres av offentligrettslige regler når det gjelder utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger. Dette begrunnes videre i hensynene til foretakenes kunder og verdipapirmarkedets integritet, og behovet for klare og forutsigbare regler.<sup>15</sup>

Markedsmisbruksdirektivet ble inntatt i EØS-avtalen ved EØS-komiteens beslutning den 23. april 2004. Beslutning vedtatt av komiteen trer i kraft seks måneder etter vedtaksdato, og gjennomføringsfristen for markedsmisbruksdirektivet for EØS-landene var dermed 23. oktober 2004.<sup>16</sup>

Finansdepartementet la 5. november i år frem Ot.prp. nr. 12 (2004/2005) om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.). Lovforslaget skal gjennomføre norske plikter etter markedsmisbruksdirektivet og dets utfyllende bestemmelser. Proposisjonen er forventet å bli behandlet i Stortinget før påsken 2004.

---

<sup>15</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 9.

<sup>16</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.), s. 10.

### **3 Rettskildene**

#### **3.1 Verdipapirhandelloven**

##### **3.1.1 Generelt**

Den sentrale loven på området er lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997 nr. 79 (vphl.). Verdipapirhandellovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-1.

Verdipapirhandelloven av 1997 erstattet den tidligere verdipapirhandelloven av 1985. Denne ble revidert i 1996 da ISD-direktivet om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer ble implementert i norsk rett. Verdipapirhandelloven står nå foran en ny revidering ved implementeringen av markedsmisbruksdirektivet.

Verdipapirhandelloven med forarbeider inneholder i dag ingen særskilt regulering som retter seg mot utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger. Problemstillinger vedrørende analysevirksomhet er frem til implementeringen av markedsmisbruksdirektivet blant annet regulert av vphl. §§ 2-2, 2-5, 9-1, 9-2 og 9-8. Jeg vil omtale disse bestemmelsene når jeg behandler gjeldende rett i forhold til analyser og investeringsanbefalinger senere i oppgaven.

Analyser utarbeides ofte av verdipapirforetak. I følge vphl. § 1-3 første ledd er et verdipapirforetak et foretak som yter investeringstjenester. Vphl. § 1-2 første ledd angir hva som regnes som investeringstjenester. Hovedkonsekvensen av at noe regnes som en investeringstjeneste, er at ytelse av disse tjenestene utløser et krav om konsesjon, jfr. vphl. § 7-1. Utarbeidelse av analyser regnes ikke som en investeringstjeneste etter vphl. § 1-2 første ledd, og er dermed ikke forbeholdt verdipapirforetakene.

##### **3.1.2 Verdipapirhandelloven § 9-2 – god forretningsskikk**

Kravene til analyser og investeringsanbefalinger har til nå i stor grad vært utledet av den rettslige standarden om god forretningsskikk. I følge vphl. § 9-2 første ledd skal verdipapirforetak utøve sin virksomhet i samsvar med denne standarden. Bestemmelsen

om god forretningsskikk kommer til anvendelse på utarbeidelse av analyser da dette er del av virksomheten et verdipapirforetak utøver, jfr. vphl. § 9-2 første ledd første punktum.<sup>17</sup>

Vphl. § 9-2 første ledd annet punktum slår fast at foretaket skal ”påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte”, mens nr. 1-6 og tredje til syvende ledd utdyper hva som ligger i dette.<sup>18</sup> Opplistingen i vphl. § 9-2 første ledd nr. 1-6 er ikke en uttømmende liste over hva som inngår i standarden om god forretningsskikk, jfr. ordet ”herunder” i bestemmelsens første ledd annet punktum.<sup>19</sup>

God forretningsskikk er en rettslig standard som gir anvisning på forhold som ligger utenfor loven.<sup>20</sup> Rettsanvendere må følgelig ta i betraktning hvordan loven forandres etter hvert som forholdene utenfor loven endres. Dette gjør praktiseringen av denne skjønnspregede standarden vanskelig, og det vil i praksis være et stort behov for utfylling.

Ved fastleggelsen av hva som ligger i kravet til god forretningsskikk, vil det normalt være et moment hva som er vanlig atferd i bransjen.<sup>21</sup> Det er imidlertid sikker rett at selv om praksis er utbredt i bransjen, er det ikke ensbetydende med at den er i tråd med god forretningsskikk. Myndighetene kan regulere og sensurere bransjens praksis dersom den skulle anses å være i strid med god forretningsskikk. Selv om institusjonene som utarbeider en analyse holder seg innenfor bransjepraksis, kan de altså likevel opptre i

---

<sup>17</sup> Birkeland, og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 402).

<sup>18</sup> Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 2004, s. 170.

<sup>19</sup> Birkeland, og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 410).

<sup>20</sup> Boe, Innføring i juss. Juridisk tenkning og rettskildelære, Oslo 1996, s. 225.

<sup>21</sup> Rønning og Hammerich, Noen spørsmål knyttet til verdipapirhandellovens regler om ”god forretningsskikk” ved tilrettelegging av emisjoner og ved aktiv forvaltning, Tidsskrift for forretningsjus, nr/1998, s. 119-142 (s. 122).

strid med kravet.<sup>22</sup> Dette medfører at forutberegneligheten til markedsaktørene svekkes, noe som er et hensyn mot bruk av slike standarder uten nærmere innhold.<sup>23</sup>

Ved fortolkningen av kravet til god forretningsskikk skal hensynene verdipapirhandelloven generelt søker å ivareta, tas i betraktning.<sup>24</sup>

Verdipapirhandellovens formål, vphl. 1-1, vil således være retningsgivende ved fastleggelsen av hva som ligger i standarden.<sup>25</sup>

Det er vanskelig å gi en presis fremstilling av gjeldende rett med hensyn til lovbestemte krav knyttet til verdipapirforetaks analysevirksomhet. Handlingsnormene defineres i stor grad ut fra kravet om god forretningsskikk, og innholdet i begrepet vil derfor fastsettes gjennom uttalelser fra Kredittilsynet og bransjens eget regelverk, uttalelser og avgjørelser.<sup>26</sup>

### 3.2 EU-lovgivning

Verdipapirhandelloven inkorporerer en rekke ulike direktivbestemmelser som følge av forpliktelser gjennom EØS-avtalen. EU-retten er derfor særlig relevant ved fortolkningen av bestemmelser som inkorporerer aktuelle EU-direktiver.<sup>27</sup>

Flere bestemmelser i loven bygger på ISD-direktivet, som derfor vil være en relevant tolkningsfaktor der de norske reglene bygger på direktivets bestemmelser.

---

<sup>22</sup> Christiansen, Analyse og corporateoppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 1/2002, s. 3-17 (s. 11).

<sup>23</sup> Bechmann m. fl., Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave, Oslo 2002, s. 120.

<sup>24</sup> Rønning og Hammerich, Noen spørsmål knyttet til verdipapirhandellovens regler om "god forretningsskikk" ved tilrettelegging av emisjoner og ved aktiv forvaltning, Tidsskrift for Forretningsjus, nr/1998, s. 119-142 (s. 122).

<sup>25</sup> Christiansen, Analyse og corporateoppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 1/2002, s. 3-17 (s. 7).

<sup>26</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 413).

<sup>27</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 402).

ISD-direktivets formål er å etablere felles rammevilkår for foretak som yter investeringstjenester i EU- og EØS-landene, og skal følgelig lette fri flyt av tjenester. Foretak som er etablert i medhold av direktivet og for øvrig oppfyller direktivets bestemmelser, kan i prinsippet yte sine tjenester fritt innenfor EØS. ISD oppstiller bl.a. krav til at investeringstjenestevirksomhet skal være underlagt offentlig tillatelse og tilsyn. Direktivet gir så nærmere regler for hvilke vilkår som skal være oppfylt før tillatelse kan gis. Kravene kan deles i organisatoriske krav og kapital krav.<sup>28</sup> I forarbeidene til lovendringen ved implementeringen av ISD, ble det lagt til grunn at det ville utvikles en felles praksis i EØS-landene når det gjaldt innholdet i disse kravene. Kredittilsynet og norske domstoler vil ha en plikt til å ta i betraktning denne praksisen i sine egne tolkninger.<sup>29</sup>

Vphl. § 9-1 om krav til organisering av virksomheten og vphl. § 9-2 om god forretningsskikk ble innført i verdipapirhandelloven ved implementeringen av ISD artikkel 10 og 11. NOU 1995:1 og Ot.prp. nr. 15 (1995-96), som har en bred behandling av kravet til god forretningsskikk, viser i all hovedsak til forarbeidene til ISD art. 11 og disse er derfor av betydning ved tolkningen av vphl. § 9-2.

### 3.3 Forvaltningspraksis og rundskriv

Hvilken vekt forvaltningspraksis har, beror på om man befinner seg på et lovfestet område. Konsekvent forvaltningspraksis i flere saker vil ha betydning ved utfylling av lovens bestemmelser. På områder som ikke er lovregulerte, teller forvaltningspraksis en del mer.<sup>30</sup> Dessuten har myndighetenes praksis stor betydning for hvordan aktørene i markedet velger å innrette seg.<sup>31</sup>

Flere av verdipapirlovens bestemmelser legger i første omgang avgjørelsesmyndighet til Kredittilsynet og børsen. Det påligger tilsynsmyndigheten å påse at kravet til god

---

<sup>28</sup> Bechmann, m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave, Oslo 2002, s. 15.

<sup>29</sup> Ot.prp. nr. 15 1995/96, s. 40.

<sup>30</sup> Boe, Innføring i juss. Juridisk tenkning og rettskildelære, Oslo 1996, s. 269.

<sup>31</sup> Bechmann, m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave, Oslo 2002, s. 14-15.

forretningsskikk overholdes, jfr. vphl. § 12-1 andre ledd. Kredittilsynets tolkninger vil dermed få stor praktisk gjennomslagskraft.

I henhold til forarbeidene er det fortsatt behov for at Kredittilsynet avgir uttalelser om konkrete forhold som anses i strid med kravet til god forretningsskikk. Dette vil bidra til at markedet er kjent med hvilke rammer investeringsforetakene og aktørene må holde seg innenfor.<sup>32</sup>

Vekten av Kredittilsynets praksis vil variere ettersom hvilken form det har. Kredittilsynets rundskriv vil derfor være en sentral rettskilde. Disse er tilgjengelige for offentligheten og trekker opp generelle retningslinjer. Rundskriv må derfor vektlegges mer enn for eksempel irettesettelsesbrev.

### 3.4 Bransjestandarder

Bransjens egne regelverk, uttalelser og avgjørelser er også av betydning for en avklaring av rettstilstanden. I følge forarbeidene skal bransjestandarder og bransjepraksis tillegges vekt ved fastleggelsen av hva som ligger i kravet til god forretningsskikk.<sup>33</sup>

Bransjepraksis har betydning for utfylling av standarden, men tilsynsmyndighetene og domstolene kan som nevnt underkjenne en utbredt forretningsmetode dersom den ikke anses som god.

Norges Fondsmeglerforbund (NFMF) og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) har fastsatt standarder og regler for sine medlemmer. Dette regelverket er ikke rettslig bindende, men overtredelser kan medføre reaksjoner fra NFMFs etiske råd og NFFs etiske komité.<sup>34</sup> Disse bransjestandardene får dermed direkte betydning for deres medlemmer, samtidig som de får betydning ved fastsettelsen av innholdet i god forretningsskikk.

---

<sup>32</sup> NOU 1995:1 Investeringsforetak, s. 81.

<sup>33</sup> NOU 1995:1, s. 79.

<sup>34</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 67.

Norges Fondsmeglerforbund er en bransjeorganisasjon for norske verdipapirforetak, hvor de fleste norske verdipapirforetak er medlemmer.<sup>35</sup> NFMF har fastsatt etiske normer for sine medlemmer. Normene gir utfyllende regler om blant annet verdipapirforetakenes forhold til kunder og krav til meglernes upartiskhet. Reglene er ikke rettslig bindende, men medlemmene forutsettes å etterleve disse, samt respektere avgjørelser fattet av etisk råd, jfr. NFMFs vedtekter § 5-1 tredje ledd. Etisk råd er oppnevnt av styret i NFMF og behandler bl.a. spørsmål om tolking og forståelsen av de etiske normene, samt klager mot medlemsforetak for brudd på normene.<sup>36</sup> Verdipapirforetakenes interne instruksjoner pålegger ofte de ansatte å følge normene, samt avgjørelsene fattet med hjemmel i disse.<sup>37</sup> Fondsmeglerforbundets styre har i tillegg fastsatt ulike anbefalinger til medlemmene. I henhold til forbundets vedtekter skal medlemsforetakene arbeide for at beslutninger fattet av styret blir etterlevd, jfr. vedtektenes § 6-1. Styrets anbefaling 1/2003 er utarbeidet etter at CESR har kommet med forslag til andre kommisjonsdirektiv, og inneholder derfor flere av bestemmelsene som er gitt her. Formålet med anbefalingen er å bevisstgjøre verdipapirforetakene på å unngå interessekonflikter, jfr. anbefalingens punkt 1. Alle verdipapirforetak skal i henhold til vphl. § 11-2 utarbeide forretningsvilkår, og NFMFs har utarbeidet et utkast til slike vilkår. Flere av bestemmelsene i forretningsvilkårene er relevante med tanke på kravet om god forretningsskikk, all den tid de sees på som bransjestandarder.

Norske Finansanalytikerers Forening (NFF) er en forening for finansanalytikere og har i underkant av 1400 medlemmer. Medlemskap i NFF forplikter medlemmene til å akseptere og overholde de etiske regler for finansanalytisk virksomhet fastsatt av NFFs generalforsamling, se NFFs vedtekter § 8. Etisk komité treffer avgjørelser i henhold til de etiske reglene og gjeldende rett. NFFs etiske regler inneholder plikt-, ansvars- og handlingsregler for finansanalytikere der det blant annet er fastsatt regler vedrørende mulige interessekonflikter mellom kunden og analytikeren og krav til analysenes innhold. Videre inneholder de etiske regler bestemmelser om etisk komités

---

<sup>35</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven, Kommentartutgave, s. 24.

<sup>36</sup> Christiansen, Materialsamling i Børs- og Verdipapirrett, s. 424.

<sup>37</sup> NOU 1995:1, s. 75.



saksbehandling og hvilke sanksjonsmuligheter de har overfor medlemmer som bryter de etiske reglene og/eller gjeldende rett.

#### **4 Sammenligning av bestemmelsene i markedsmisbruksdirektivet og andre kommisjonsdirektiv med gjeldende rett**

##### **4.1 Oversikt over direktivet**

Markedsmisbruksdirektivets artikkel 6 nr. 5 fastsetter hovedregelen om analyser og investeringsanbefalinger. Bestemmelsen oppstiller de grunnleggende kravene til utarbeidelse og formidling av analyser. Andre kommisjonsdirektiv utfyller disse kravene. For å sikre markedets integritet stiller direktivet strenge krav til rettferdighet, redelighet og gjennomsiktighet når analyser og investeringsanbefalinger skal presenteres, jfr. første avsnitt i fortalen til andre kommisjonsdirektiv. Videre skal analysene og investeringsanbefalingene være klare og presise, jfr. den nevnte fortalens 6. avsnitt.

Andre kommisjonsdirektiv innledes med en bestemmelse som definerer flere av uttrykkene som benyttes i direktivet, herunder analyse og investeringsanbefaling. Direktivets materielle bestemmelser kan deles inn i fire. Direktivet inneholder for det første regler om angivelse av identiteten til den som utarbeider eller sprer investeringsanbefalinger. For det andre stilles det krav til anbefalingenes innholdsmessige kvalitet. Videre inneholder direktivet bestemmelser om angivelse av interesser og interessekonflikter. Til slutt fastsetter direktivet nærmere krav til distribusjon og endring av investeringsanbefalinger.

Når jeg i det følgende henviser til bestemmelser i ”direktivet” er det andre kommisjonsdirektiv det vises til, dersom ikke annet fremkommer av sammenhengen.

## 4.2 Definisjoner

### 4.2.1 Bestemmelsen i andre kommisjonsdirektiv

Andre kommisjonsdirektiv artikkel 1 inneholder legaldefinisjoner av sentrale uttrykk som benyttes i direktivet. Legaldefinisjonene er en forklaring på hvordan ord og uttrykk skal forstås i direktivet og sikrer dermed at uttrykkene blir forstått likt i hele EU-området. Videre sikrer definisjonene at uttrykkene i direktivet samsvarer med annen EU-lovgivning på verdipapirområdet.<sup>38</sup>

Direktivets artikkel 1 definerer hva som vil være en anbefaling eller analyse i henhold til direktivet. Den aktuelle informasjonen må omfattes av definisjonen for at direktivet skal komme til anvendelse ved utarbeidelsen eller distribueringen av den. En anbefaling ("recommendation") er i direktivets artikkel 1 nr. 3 definert som en analyse eller annen informasjon som direkte eller indirekte anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utsteder av slike. Dette inkluderer også ytringer om gjeldende eller fremtidig verdi av finansielle instrumenter. Videre må informasjonen være ment for distribusjonskanaler eller allmennheten.

For at noe skal være en analyse eller annen informasjon som direkte eller indirekte anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi, må den nevnte informasjonen være produsert av en uavhengig analytiker, verdipapirforetak, kredittinstitusjon, person som har som hovedvirksomhet å produsere analyser, eller fysisk person som i henhold til kontrakt arbeider for disse personene eller foretakene, jfr. artikkel 1 nr. 4 litra a. I følge litra b vil slik informasjon produsert av andre enn de nevnte personene også være en analyse, dersom informasjonen direkte anbefaler en investering i finansielle instrumenter. Dette viser at informasjon som indirekte anbefaler eller foreslår en investeringsanbefaling, bare vil være en analyse dersom denne er utarbeidet av et verdipapirforetak, person som har som hovedvirksomhet å produsere analyser mv.

---

<sup>38</sup> Working Document ESC 13/2003,

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf),

15.09.04.

Fortalen til andre kommisjonsdirektiv punkt 2 angir hva som menes med eksplisitte og implisitte investeringsanbefalinger. I en direkte anbefaling gis det konkrete råd i tilknytning til finansielle instrumenter. En kjøps- eller salgsanbefaling vil typisk være en direkte anbefaling. En anbefaling vil derimot være indirekte dersom det ikke gis en slik anbefaling, men kun en analyse av et selskap som har utstedt verdipapirer. En indirekte anbefaling vil altså ikke komme med konkrete råd, men derimot med informasjon en investor kan ta i betraktning når han treffer en investeringsbeslutning.

Definisjonen av en anbefaling skiller altså mellom direkte og indirekte anbefalinger. Informasjon som direkte uttrykker en investeringsanbefaling, blir definert som en anbefaling uavhengig av hvem som har produsert den. Bestemmelsene i direktivet vil derfor alltid komme til anvendelse for produksjonen og distribueringen av direkte anbefalinger. For at bestemmelsene i direktivet skal gjelde for indirekte anbefalinger, må produsenten/distributøren være en uavhengig analytiker, verdipapirforetak eller andre tilhørende gruppen nevnt i forrige avsnitt. Definisjonen får dermed betydning for når reglene i direktivet kommer til anvendelse.

Det skilles altså mellom anbefalinger utarbeidet av verdipapirforetak og personer som har som hovedvirksomhet å produsere analyser mv. og andre som anbefaler investeringer. Journalister kan ikke anses å ha som hovedvirksomhet å produsere analyser, og direktivet kommer derfor ikke til anvendelse på pressens indirekte anbefalinger.<sup>39</sup> Pressen kan dermed fritt gjengi omtaler av et selskap, uten at bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv gjør seg gjeldende.

Direktivets bestemmelser omtaler de som har plikter etter direktivet som en relevant person. Relevant person er definert i direktivets artikkel 1 nr. 5 som en juridisk eller fysisk person som produserer eller sprer anbefalinger som ledd av sin yrkesvirksomhet.

Det kan være tvil om muntlige anbefalinger omfattes av direktivet, og flere høringsinstanser har pekt på at det i tilfelle vil bli problematisk.<sup>40</sup> Informasjonen som

---

<sup>39</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 82.

<sup>40</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 81.

anbefaler en investeringsstrategi, må som nevnt være ment for distribusjonskanaler eller allmennheten for at det skal være tale om en anbefaling i direktivets forstand. I henhold til direktivets artikkel 1 nr. 7 er en distribusjonskanal en kanal hvor informasjonen kan bli kjent for et ikke ubetydelig antall personer. En muntlig investeringsanbefaling som gis av en megler til en kunde omfattes dermed ikke av definisjonen av en anbefaling og således heller ikke av direktivet. Det er dessuten angitt i punkt 3 i fortalet til andre kommisjonsdirektiv at regelverket knyttet til utforming av analyser og investeringsanbefalinger ikke er ment å omfatte muntlige investeringsanbefalinger som gis av meglere overfor kunder. Direktivet inneholder flere bestemmelser som sier at medlemslandene ved implementeringen av direktivet skal sørge for at bestemmelsene ikke blir uforholdsmessige i forhold til at det er en muntlige anbefalinger, jfr. artikkel 2 nr. 3, artikkel 3 nr. 2, artikkel 4 nr. 3, artikkel 5 nr. 4 og artikkel 6 nr.6. Det må i disse bestemmelsene være tanke på muntlige anbefalinger som er ment for allmennheten, og derimot ikke råd gitt fra en megler til en kunde. Hva direktivet legger i at bestemmelsene ikke skal være uforholdsmessige, kommer ikke klart frem.

#### 4.2.2 Gjeldende rett

I dag inneholder verken verdipapirhandelloven eller dens forarbeider noen definisjon av analyse eller investeringsanbefalinger.

Norske Finansanalytikerens Forening og Norges Fondsmeglerforbund har definert begrepet i sine etiske regler/normer. En finansanalyse er i de etiske reglene til NFF artikkel 2.2 tredje ledd beskrevet som det ”å samle og bearbeide informasjon om utstedere av finansielle instrumenter, et finansielt instrument eller andre objekter som kan være grunnlag for investeringsbeslutning”. Det sentrale i en finansanalyse er at det blir samlet og bearbeidet informasjon om finansielle instrumenter, utstedere, markedet eller andre objekter, fremskaffet med en mulig investeringsbeslutning for øye.<sup>41</sup> Dette er også det avgjørende i definisjonen i Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer § 2-3. Der beskrives en analyse som ”en skriftlig fremstilling som inneholder en samling og

---

<sup>41</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 401).

bearbeidelse av opplysninger om en utsteder av finansielle instrumenter, om markedet for finansielle instrumenter eller for bestemte finansielle instrumenter”.

Både teori<sup>42</sup> og praksis<sup>43</sup> skiller mellom såkalte finansanalyser og corporateanalyser. Mens finansanalyser skal være objektive og verken fremme foretakets eller kunders interesser, blir corporateanalyser utarbeidet i forbindelse med corporateoppdrag og vektlegger ofte hensynet til oppdragsgiveren. En corporateanalyse vil dermed ikke være en objektiv fremstilling.

Videre kan ikke en analyse inneholde innsideopplysninger. Den som på grunn av sitt arbeid eller oppdrag får kjennskap til opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet og som er egnet til å påvirke kursen til et finansielt instrument, må ikke ”gi råd om handel med de finansielle instrumentene opplysningene vedrører”, jfr. vphl. § 2-2 andre ledd, jfr. 2-1 første ledd. En analytiker som besitter innsideinformasjon, vil på denne måten være avskåret fra å delta i utarbeidelsen av analyser frem til opplysningene er offentlig eller allment kjent i markedet. Opplysninger om andres forhold ansatte i verdipapirforetak får kjennskap til under sin virksomhet, kan heller ikke benyttes i en analyse, jfr. vphl. § 9-8. Dette gjelder uavhengig av om informasjonen kan betegnes som innsideinformasjon. Informasjonen benyttet i en analyse må altså være offentlig tilgjengelig.

For å finne ut hvem dagens bestemmelser om analyser og investeringsanbefalinger gjelder for, er det avgjørende hvem som omfattes av den aktuelle lovgivningen og bransjepraksis. De mest sentrale lovbestemmelsene på området er som tidligere nevnt vphl. §§ 9-1 og 9-2. Disse bestemmelsene stiller krav til ”organiseringen av virksomheten” i verdipapirforetak og bestemmer blant annet at ”verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med (...) god forretningsskikk”. Vphl. § 9-2 gjelder tilsvarende for foretakets ansatte, jfr. bestemmelsens siste ledd. Dette viser at

---

<sup>42</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 401) og Christiansen, Analyser og corporate-oppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 1/2002, s. 3-17 (s. 14).

bestemmelsene om analyse og investeringsanbefalinger som utledes av verdipapirhandelloven, gjelder for verdipapirforetak og dets ansatte.

En kredittinstitusjon er i henhold til finansieringsvirksomhetsloven av 10. juni 1988 nr. 40 § 1-5 nr. 3, et foretak ”hvis virksomhet består i å motta innskudd eller andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten og å yte lån for egen regning”. En kredittinstitusjon kan i henhold til vphl. § 7-2 gis tillatelse til å yte investeringstjenester. Kredittinstitusjonen vil da være et verdipapirforetak, jfr. vphl. § 1-3 første ledd, og vphl. §§ 9-1 og 9-2 vil komme til anvendelse.

Videre er det NFFs etiske regler og NFMFs etiske normer som oppstiller krav til produksjonen og distribusjonen av analyser og investeringsanbefalinger. Disse reglene gjelder som nevnt bare for deres medlemmer. NFFs medlemmer er i hovedsak finansanalytikere som selv har valgt å melde seg inn i foreningen, mens medlemmene i NFMF er verdipapirforetak som har valgt å melde seg inn.

#### 4.2.3 Endringene

I følge direktivet og gjeldende rett er en anbefaling informasjon om finansielle instrumenter som er ment å være grunnlag for en investeringsbeslutning.

Definisjonen i direktivet redegjør som nevnt ikke bare for innholdet av en anbefaling, men også for hvem som må ha utarbeidet den for at det skal være tale om en anbefaling. Ut fra definisjonen kan man se at direktivet gjelder for alle som utarbeider en direkte anbefaling, men for at direktivet skal gjelde indirekte anbefalinger må produsenten eller distributøren av anbefalingen være en uavhengig analytiker, verdipapirforetak, kredittinstitusjon, annen person hvis hovedvirksomhet er å produsere analyser eller en person som arbeider for nevnte personer/foretak.

---

<sup>43</sup> Kredittilsynets saker vedrørende Alfred Berg og Orkla Finans. Jeg vil omtale disse sakene under punktene 4.5.2.1 og 4.5.2.2.

Etter gjeldende rett gjelder reglene om investeringsanbefalinger forskjellige grupper. Mens verdipapirhandelloven gjelder for verdipapirforetak og dets ansatte, gjelder bransjestandardene for medlemmene av Norges Fondsmeglerforbund og Norske Finansanalytikeres Forening. Ved implementeringen av direktivet i norsk rett vil enhver juridisk eller fysisk person som utarbeider direkte investeringsanbefalinger, bli underlagt det samme regelverket. En uavhengig analytiker vil for eksempel bli underlagt bestemmelser om utarbeidelse og distribuering av investeringsanbefalinger, uavhengig av om vedkommende er medlem i NFF.

For kredittinstitusjoner har bestemmelsene i verdipapirhandelloven kommer til anvendelse dersom det også har vært et verdipapirforetak. Dette vil ikke lenger være avgjørende for at institusjonen skal bli underlagt de aktuelle bestemmelsene.

#### 4.3 Regler om identiteten til den som produserer eller sprer investeringsanbefalinger

##### 4.3.1 Bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv

For å sikre at investorers valg er basert på presis informasjon og for å unngå feiltolkninger, er det nødvendig å identifisere den som har utarbeidet investeringsanbefalingen.<sup>44</sup> I andre kommisjonsdirektiv artikkel 2 er det derfor fastsatt en bestemmelse om krav til identifisering av den som utarbeider analysene. Viktigheten av dette er også understreket i femte avsnitt i kommisjonsdirektivets fortale. At analytikerens identitet skal fremkomme, vil kunne medføre at analytikeren utarbeider en grundigere og bedre analyse, siden vedkommende da må stå til ansvar for den.

I følge andre kommisjonsdirektiv artikkel 2 første ledd skal identiteten til den som utarbeider anbefalingen samt hvilket foretak som er ansvarlig for utgivelsen av denne, klart fremgå av anbefalingen. Utgir en relevant person en anbefaling som er produsert

---

<sup>44</sup> Working Document ESC 13/2003, [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf), 15.09.04.

av tredjemann, skal denne oppgi både sin egen identitet og identiteten til den som har utarbeidet anbefalingen, jfr. kommisjonsdirektivets artikkel 7 og 8 andre ledd.

Videre fastsetter artikkel 2 andre ledd at dersom anbefalingen blir utarbeidet av et verdipapirforetak eller kredittinstitusjon, skal det fremgå hvilken tilsynsmyndighet som fører tilsyn med foretaket/institusjonen. Det er Kredittilsynet som fører tilsyn med verdipapirforetak, jfr. kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 14, jfr § 2 første ledd og vphl. § 12-1 andre ledd. En kredittinstitusjon er i følge vphl. § 1-3 andre ledd, jfr. lov av 10. juni 1988 nr. 40 om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner § 1-5 nr. 3 ”foretak hvis virksomhet består i å motta innskudd eller andre tilbakebetalingspliktige midler fra allmennheten og å yte lån for egen regning”. Definisjonen omfatter spare- og forretningsbanker samt finansieringsforetak med tillatelse etter finansieringsvirksomhetsloven kapittel 3.<sup>45</sup> I følge kredittilsynsloven § 1 første ledd nr. 1, 2 og 6, jfr. § 2 første ledd er det Kredittilsynet som også skal føre tilsyn med disse institusjonene. Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner som utarbeider en anbefaling, må derfor i følge kommisjonsdirektivets artikkel 2 andre ledd opplyse om at det er Kredittilsynet som fører tilsyn med foretakene.

Dersom den som utarbeider en anbefaling verken er et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon, skal vedkommende vise til bransjestandarder eller annen regulering vedkommende er underlagt, jfr. artikkel 2 nr. 2 andre ledd. En autorisert analytiker eller medlem av Norsk Finansanalytikers Forening er forpliktet til å følge NFFs etiske regler, jfr. reglenes punkt 2.1 og NFFs vedtekter § 8 tredje ledd. Disse må dermed vise til foreningens etiske regler i anbefalinger de utarbeider.

Er journalister underlagt bestemmelser om selvregulering, gjelder ikke de nevnte bestemmelsene for disse dersom selvreguleringsbestemmelsene inneholder tilsvarende regler om identifisering, jfr artikkelens nr. 4. Bestemmelsene gjelder heller ikke for journalister som gjengir en anbefaling produsert av tredjemann så fremt gjengivelsen ikke endrer anbefalingens innhold eller konklusjon, jfr. art 8 tredje ledd.

---

<sup>45</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave, Oslo 2002, s. 56.



Dersom en relevant person distribuerer en anbefaling utarbeidet av tredjemann, skal den relevante personens identitet klart fremkomme av anbefalingen, jfr. direktivets artikkel 7.

#### 4.3.2 Gjeldende rett

Verdipapirhandelloven har ingen bestemmelser om krav til identifikasjon av den som produserer eller distribuerer en anbefaling. Videre inneholder verken Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer eller Norske Finansanalytikerforenings etiske regler noe om dette. I gjeldende rett er det altså ingen formelle krav til identifikasjon.

I henhold til NFFs etiske regler punkt 3.7 andre avsnitt og punkt 3.8 første avsnitt skal det i en anbefaling fremgå hva som er faktainformasjon og hva som er analytikerens vurderinger. Videre skal det skilles mellom analytikerens egne vurderinger og andres vurderinger. Det er ikke her uttalt at analytikerens navn skal oppgis. Betydningen av at det skal angis hva som er analytikerens og hva som er andres vurderinger, vil derimot ikke bli særlig stor om man ikke vet hvem noen av disse er. Meningen med bestemmelsen må være at leseren skal kunne velge om han vil tillegge den aktuelle analytikerens vurderinger vekt. Det må derfor forutsettes at analytikerens navn skal oppgis i anbefalingen.

Bruker en finansanalytiker informasjon som er bearbeidet og offentliggjort av andre, må det henvises til rett forfatter og utgiver, jfr. NFFs etiske regler punkt 3.7 andre avsnitt. Informasjon utarbeidet for alminnelig bruk, kan derimot benyttes uten spesielle kildehenvisninger.

#### 4.3.3 Endringene

Etter implementeringen av direktivet vil det altså stilles krav til identifisering både av de som utarbeider anbefalingen og av foretaket som distribuerer den. Dersom anbefalingen blir utarbeidet av et verdipapirforetak eller en kredittinstitusjon, skal det etter implementeringen også opplyses om hvilken tilsynsmyndighet foretaket er underlagt. Kredittilsynet fører i dag tilsyn med verdipapirforetak og kredittinstitusjoner.

I følge direktivets artikkel 2 nr. 4 vil ikke bestemmelsen gjelde for journalister hvis de er underlagt tilfredsstillende selvregulering. Det avgjørende blir om "vær varsom plakaten" kan anses som tilfredsstillende selvregulering. "Vær varsom plakaten" er etiske normer for pressen vedtatt av Norsk Presseforbund, og alle redaksjonelle medarbeidere plikter å legge disse til grunn for sin virksomhet. Pressens Faglige Utvalg er etablert som et heldekkende presseetisk tilsyns- og klageorgan.<sup>46</sup>

Pressen kan som nevnt ikke anses å ha som hovedvirksomhet å produsere analyser, og direktivet kommer derfor ikke til anvendelse på pressens indirekte anbefalinger.<sup>47</sup> Videre kommer ikke artikkel 2 til anvendelse for pressen ved direkte anbefalinger dersom de kun formidler den uten å gjøre endringer, se direktivets artikkel 8 tredje ledd. For å tilfredsstille direktivets krav, må altså "vær varsom plakaten" anses som tilfredsstillende selvregulering for direkte analyser utarbeidet av pressen. I henhold til direktivets artikkel 2 nr. 1 skal identiteten til den som har utarbeidet anbefalingen, klart fremgå. Spørsmålet blir så hvem det er som skal anses å ha utarbeidet anbefalingen. Mediets ansvarlige redaktør har i følge "vær varsom plakaten" punkt 2.1 det personlige og fulle ansvar for mediets innhold og er dermed ansvarlig for anbefalingene som utarbeides. Det må derfor være tilstrekkelig at redaktørens identitet fremkommer.<sup>48</sup> Dette viser at det foreligger tilfredsstillende selvregulering for pressen når det gjelder identifisering og at direktivet dermed ikke krever noen endringer.

#### 4.4 Krav til anbefalingers innholdsmessige kvalitet

##### 4.4.1 Bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv

Investeringsanbefalinger tillegges betydelig vekt av markedsaktørene, og vil dermed ofte kunne påvirke kursen på det finansielle instrumentet som anbefalingen omhandler. Det er således av stor betydning at anbefalingen formidler korrekte opplysninger om de

---

<sup>46</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 78.

<sup>47</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 82.

<sup>48</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 83.

finansielle instrumentene og deres utgivere.<sup>49</sup> For å sikre at anbefalingene består av korrekte opplysninger, er det i kommisjonsdirektivets artikler 3 og 4 angitt krav til anbefalingenes innholdsmessige kvalitet. Bestemmelsene skal sørge for at investorene vet på hvilket grunnlag analytikerne har kommet frem til de aktuelle investeringsanbefalingene. Videre skal bestemmelsen sikre at investorene kan stole på anbefalingene når de treffer sine investeringsbeslutninger.<sup>50</sup>

Relevante personer, altså fysiske eller juridiske personer som produserer eller sprer anbefalinger som ledd i sin yrkesvirksomhet, er i henhold til kommisjonsdirektivets artikkel 3 ansvarlige for at visse krav til anbefalingers innhold blir oppfylt. I følge artikkel 3 nr. 1 må disse personene sørge for at faktaopplysninger i anbefalingene skilles klart fra ikke-faktisk informasjon. Trekket kildenes pålitelighet i tvil, skal dette fremgå av analysen. Til slutt krever artikkel 3 nr. 1 at det skal opplyses om priser på finansielle instrumenter i anbefalingen er angivelser eller estimer.

Artikkel 3 gjelder i utgangspunktet for journalisters direkte anbefalinger, da bestemmelsen gjelder for alle relevante personer. I henhold til artikkel 8 tredje ledd, gjelder ikke innholdet i artikkel 3 for anbefalinger som blir gjengitt i pressen uten at det foretas vesentlige endringer i dem. Men er journalistene underlagt tilfredsstillende bestemmelser om selvregulering, gjelder heller ikke artikkel 3 for direkte anbefalinger utarbeidet av journalister, jfr. artikkel 3 nr. 4.

I følge artikkel 5 nr. 1, jfr. nr. 3, skal de relevante personer i anbefalingen opplyse om enhver omstendighet som med rimelig grunn må antas å kunne påvirke objektiviteten til en anbefaling. Dersom det ikke opplyses om slike omstendigheter, må analysen forutsettes å være objektiv.

---

<sup>49</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, Oslo 2002, s.133.

<sup>50</sup> Working Document ESC 13/2003,

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf),

15.09.04.

Relevante personer som nevnt i artikkel 1 nr. 4 litra a, må sørge for at ytterligere opplysninger om analysens innhold fremkommer av denne, jfr. kommisjonsdirektivets artikkel 4 nr. 1. Det følger ikke eksplisitt av bestemmelsen at opplysningene skal inntas i selve anbefalingen, slik det gjør av artikkel 5 nr. 3 og 6 nr. 5 for opplysninger om interessekonflikter. Dette må likevel forutsettes, da det for mindre omfattende anbefalinger er tilstrekkelig å henvise til sted der opplysningene er lett tilgjengelig dersom bestemmelsen ellers blir for omfattende, jfr. artikkel 4 nr. 2.

I henhold til direktivets artikkel 4 nr. 1 skal personene nevnt i artikkel 1 nr. 4 sørge for at alle viktige kilder blir klart og tydelig angitt. Dette inkluderer navnet på utstederen av de finansielle instrumentene som analysen omhandler. Videre skal det opplyses om analysen er blitt forelagt utstederen og om den er endret som følge av dette. Av analysen skal det også fremkomme hvilke prinsipper og metoder for verdivurdering og prising av de finansielle instrumentene som er benyttet. Betydningen av anbefalingen skal oppgis, for eksempel om det er en kjøps-, salgs- eller holdanbefaling. Videre skal det opplyses om dato for utarbeidelse og distribusjon av anbefalingen, samt dato og tid for prisingen av de finansielle instrumentene som omtales i analysen. Er det i løpet av de siste tolv månedene blitt utarbeidet en investeringsanbefaling med motstridende innhold til den foreliggende, eller det planlegges å oppdatere den aktuelle anbefalingen, skal dette klart komme frem i analysen.

Dersom en relevant person foretar endringer i innholdet til en anbefaling utarbeidet av andre, må vedkommende gjøre rede for sine endringer i anbefalingen, jfr. artikkel 8 første ledd. Blir retningen i anbefalingen endret, for eksempel fra å være en kjøpsanbefaling til en holdanbefaling, vil reglene om kravene til anbefalingens innhold i artikkel 3 og 4 gjelde tilsvarende for endringene. Bestemmelsen gjelder ikke medias gjengivelse av en anbefaling så fremt gjengivelsen ikke endrer anbefalingens innhold eller konklusjon, jfr. artikkel 8 tredje ledd. Dette betyr at om en journalist endrer retningen på en anbefaling utarbeidet av andre, vil bestemmelsene i artikkel 3 og 4 gjelde tilsvarende. Bestemmelsene i artikkel 4 vil dermed i følge direktivet gjelde for journalister når disse endrer en anbefaling, men ikke når de utarbeider en selv.

#### 4.4.2 Gjeldende rett

Som nevnt innledningsvis er det i norsk rett ingen særskilt regulering som utelukkende retter seg mot utarbeidelse og formidling av anbefalinger. For verdipapirforetak må kravene til anbefalingenes innhold derfor utledes av blant annet kravet til god forretningsskikk. Kravet til god forretningsskikk innebærer i følge vphl. § 9-2 første ledd nr. 1 at verdipapirforetakene skal ”påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte ved at det (...) utfører mottatte oppdrag med tilbørlig omhu”. Det oppstilles altså et aktsomhetskrav til verdipapirforetakene ved utøvelse av deres virksomhet. Kravet er ikke nærmere beskrevet i forarbeidene.

Det følger direkte av loven at aktsomhetskravet er oppstilt for å ivareta ”kundenes interesser og markedets integritet”. Kredittilsynet har lagt til grunn at avgrensningen av kundekretsen vil avhenge av oppdragets karakter.<sup>51</sup> Foretakets kunder kan i forbindelse med utarbeidelse og distribusjon av investeringsanbefalinger ikke begrense seg til de som gir foretaket i oppdrag å utarbeide en analyse, men også omfatte de som benytter seg av anbefalingene ved sine investeringsbeslutninger.

For at verdipapirforetakene skal ivareta kundenes interesser ved å utføre et mottatt oppdrag med ”tilbørlig omhu”, må foretakene behandle sine kunder i samsvar med den enkeltes interesser og behov.<sup>52</sup> For å oppfylle dette kravet, må anbefalingen formidle korrekte opplysninger om de finansielle instrumentene da disse kan bli tillagt stor vekt ved kundenes investeringsbeslutninger.

Bransjestandarder og bransjepraksis er som nevnt momenter ved fastleggelsen av hva som ligger i kravet til god forretningsskikk. Norske Finansanalytikeres Forenings etiske regler punkt 3.7 og punkt 3.8 første ledd oppstiller flere krav til anbefalingers innhold. En investeringsanbefaling skal være nøktern og saklig og avspeile de konklusjoner det er funnet frem til under analyseprosessen. Analytikerne skal være realistiske i sine vurderinger og påvise tvil der dette fremkommer. Videre må analytikerne i anbefalingen

---

<sup>51</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 692.

<sup>52</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 682.

skille mellom egne og andres vurderinger.<sup>53</sup> Dersom kildenes pålitelighet trekkes i tvil, skal dette komme klart frem. Endelig skal det være mulig å dokumentere analysen i ettertid. En analyse skal altså reflektere analytikerens aktuelle oppfatning av selskapet. Overholdelse av disse kravene vil sikre at en anbefaling inneholder korrekte opplysninger som igjen er et krav utledet av bestemmelsen om god forretningsskikk. Kravene i NFFs etiske regler vil dermed være momenter i vurderingen av om verdipapirforetak har brutt bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl. § 9-2.

En analyse skal som nevnt være nøktern og saklig. Det kan reises spørsmål om en mindre saklig analyse vil rammes av kursmanipulasjonsforbudet i vphl. § 2-6.<sup>54</sup> I henhold til denne bestemmelsen må ingen "uredelig [søke] å påvirke kursen på et finansielt instrument som er notert på norsk børs". Dette omfatter alle aktiviteter som har til formål å endre kursen i en eller annen retning. Analyser utarbeidet av verdipapirforetak tillegges som nevnt betydelig vekt blant markedsaktørene, og vil derfor kunne påvirke kursen på det finansielle instrumentet. For at en analyse skal rammes av bestemmelsen, er det ikke tilstrekkelig at den er mindre saklig. Den må også uredelig søke å påvirke kursen. Blir det gitt villedende opplysninger i en analyse for å få noen til å tegne, kjøpe eller selge finansielle instrumenter, vil dette være uredelig påvirkning og derfor være brudd på bestemmelsen om kursmanipulasjon, jfr. vphl. § 2-6 andre ledd.

Så lenge det ikke er tale om en analyse som er utarbeidet i forbindelse med et corporateoppdrag, skal analysen være objektiv i den forstand at verken foretakets eller bestemte kunders interesser skal være avgjørende for de vurderinger som foretas. Kravet følger indirekte av vphl. § 9-2 femte ledd. Dersom det ikke opplyses om foretakets egeninteresse slik kravet er etter denne bestemmelsen, må analysen forutsettes å være objektiv.<sup>55</sup> At verdipapirforetakene skal opptre objektivt og dermed bare kan utgi objektive analyser, er videre slått fast i NFMFs etiske normer § 6-1 andre avsnitt. Som

---

<sup>53</sup> Se også NFFs høringsforslag om Retningslinjer for å styrke den uavhengige finansanalyse, s. 5.

<sup>54</sup> Bechmann m.fl, Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, Oslo 2002, s 133.

<sup>55</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 401).

en følge av at anbefalingene skal være objektive, kan ikke verdipapirforetak tilby selskaper positive analyser i den hensikt å oppnå et corporateoppdrag.

Kredittilsynet har behandlet spørsmålet om videreformidling av rykter i en analyse er i overensstemmelse med kravet til god forretningsskikk.<sup>56</sup> Kredittilsynet anfører at et verdipapirforetak generelt bør være tilbakeholden med å gjengi rykter i analyser, idet foretaket ellers vil kunne bli utsatt for planting av rykter. Gjengivelse av rykter vil derfor være egnet til svekke markedets integritet, og således være i strid med kravet til ”god forretningsskikk” i vphl. § 9-2 første ledd. Kredittilsynet åpner likevel for at rykter i spesielle tilfeller bør tas i betraktning for å kunne gi en forsvarlig vurdering av selskapet, og dermed ikke være i strid med vphl. § 9-2. For at en slik gjengivelse ikke skal føre til et brudd på kravet om god forretningsskikk, må kilden til ryktet oppgis, slik at leseren av analysen får mulighet til selv å vurdere om ryktet skal tas hensyn til.<sup>57</sup>

#### 4.4.3 Endringene

Av dagens bestemmelse om god forretningsskikk kan det utledes et krav om at analysene skal formidle korrekte opplysninger. Innholdet i kravet til god forretningsskikk er konkretisert i bransjepraksis, der det blant annet stilles krav til at analysene skal være nøkterne og saklige. Bestemmelsene er vide, og verdipapirforetakene må selv avgjøre hvilken prosedyre de skal følge for å sikre at analysene består av korrekte opplysninger. Direktivet spesifiserer derimot hva som må gjøres for å sikre at anbefalingene består av korrekte opplysninger. Ved å følge kravene fastsatt i direktivets artikler 3 og 4, må analysene formidle korrekte opplysninger.

I NFFs etiske regler er det som nevnt angitt at analysene skal kunne dokumenteres i ettertid. Ved at det i direktivet stilles krav til å oppgi alle viktige kilder, prinsipper og metoder for verdivurdering og prising, samt dato og tid for prisingen, stilles det her en fremgangsmåte på hvordan analysene skal kunne dokumenteres. Direktivets krav til analysens innhold medfører at det går an å dokumentere analysen, og forklare på

---

<sup>56</sup> Kredittilsynets sak 2001/4009.

<sup>57</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentirutgave, Oslo 2002, s. 688.

hvilken bakgrunn analysen er blitt utarbeidet. Når investorene kan få analysene dokumentert på denne måten, vil tilliten til analysene øke.

Dagens regler og direktivets bestemmelser har altså samme mål, men bestemmelsene i direktivet er mer konkrete. Selv om hovedmålet om å formidle korrekte opplysninger er det samme, tilfredsstiller ikke det direktivets krav. I følge direktivet skal det opplyses om visse konkrete forhold for å sikre at opplysningene i anbefalingene er korrekte.

I henhold til direktivets artikkel 4 nr. 1 litra d skal det fremkomme av analysen om det er planlagt noen oppdateringer av denne. Videre følger det av litra f at det skal opplyses om det i løpet av de siste tolv månedene er blitt utarbeidet en investeringsanbefaling med motstridende innhold til den foreliggende. Dette er nye krav i forhold til gjeldende rett. Det har i teorien vært drøftet om det kan utledes et reparasjonskrav av vphl. § 9-2, men dette ble avkreftet.<sup>58</sup> Et reparasjonskrav ville innebære at en har plikt til å korrigere en utgitt analyse dersom man får ny informasjon som ville endret analysens konklusjon.

#### 4.5 Krav til angivelse av interesser og interessekonflikter

##### 4.5.1 Bestemmelsene i andre kommisjonsdirektiv

I dag utfører verdipapirforetak en rekke forskjellige tjenester og må derfor ivareta flere parter interesser. Foretakenes corporateavdeling mottar oppdrag fra utstedere av verdipapirer og skal søke å utføre oppdragene til beste for sine oppdragsgivere. Analyseavdelingen, som utarbeider analyser av selskaper som investorene bygger sine investeringsbeslutninger på, skal på sin side utføre sine oppdrag til beste for investorene.<sup>59</sup> Mottar analytikerne informasjon om hvilke selskap corporateavdelingen yter tjenester for, vil de kunne ha et økonomisk incentiv til å utarbeide analyser med positive kjøpsanbefalinger om selskapene som er eller kan bli kunde av foretakets corporateavdeling. Dessuten kan verdipapirforetaket være tjent med en positiv analyse dersom dets vederlag for utførelsen av et corporateoppdrag er resultatbasert.

---

<sup>58</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 418).

<sup>59</sup> Norges Fondsmeglerforbunds anbefaling 1/2003 s. 2.



Interessekonflikter kan også oppstå om det er andre enn verdipapirforetak som utarbeider anbefalingene. Analytikerne kan ha egne interesser i relasjon til de transaksjoner eller investeringer investorer foretar som følge av en investeringsanbefaling, og disse interessene kan være i konflikt med kundenes interesser.<sup>60</sup> Analytikerne kan for eksempel ha eierinteresser i foretakene det blir utarbeidet analyser om, og dermed være interessert i at det utarbeides positive analyser.

Da slike interesser og interessekonflikter kan påvirke en anbefalings innhold, vil de kunne føre til generell mistro til det finansielle markedet. Direktivets artikler 5 og 6 fastsetter derfor krav til å informere om omstendigheter som kan medføre interessekonflikter eller som kan påvirke analytikernes arbeid vedrørende analysen. Bestemmelsene søker å sikre at investorene treffer sine beslutninger på bakgrunn av å ha tatt i betraktning alle omstendigheter som kan ha påvirket anbefalingens objektivitet.

#### 4.5.1.1 Krav til organiseringen av virksomheten

Det kan som nevnt oppstå interessekonflikter mellom foretak og deres kunder eller foretakets kunder seg imellom, dersom analyseavdelingen mottar informasjon om hvilke selskap corporateavdelingen yter tjenester for. Krav til intern organisering av virksomheten i verdipapirforetak kan hindre at slik informasjon flyter mellom avdelinger, og dermed at interessekonflikter oppstår. Det 24. avsnitt i markedsmisbruksdirektivet understreker viktigheten av disse, og nevner eksepler på slik intern organisering. I henhold til kommisjonsdirektivets artikkel 6 nr. 2 skal verdipapirforetak og kredittinstitusjoner i deres anbefalinger opplyse om interne rutiner og tiltak som sikrer at kravene til organisering blir ivaretatt. Direktivet stiller derimot ikke opp krav til organiseringen, og det må derfor være tiltak som kreves etter medlemsstatenes interne rett det skal opplyses om.

---

<sup>60</sup> Forslag til alminnelige forretningsvilkår for handel med finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak, utarbeidet av Norges Fondsmeglerforbund med endringer pr. 27. mai 2002.

Det følger også av artikkel 6 nr. 2 at det i anbefalingene spesifikt skal gis opplysninger om informasjonssperrer. Slike informasjonssperrer, også kalt Chinese walls, består av interne regler og retningslinjer hvis hensikt er å forhindre at visse typer informasjon i en avdeling i et verdipapirforetak tilflyter en annen.<sup>61</sup> Informasjonssperrene er et sentralt virkemiddel for å unngå at det oppstår interessekonflikter i verdipapirforetakene.

#### 4.5.1.2 Plikt til å gi informasjon om mulig interessekonflikt

Det vil i praksis være vanskelig å sikre at alle markedsaktører har lik tilgang til informasjon, og det er derfor viktig at foretakene opplyser markedsaktørene om forhold som kan være egnet til å påvirke en anbefalings objektivitet.<sup>62</sup> Direktivet oppstiller derfor en omfattende opplysningsplikt om hvilke forhold det alltid skal opplyses om. Opplysningene skal som hovedregel fremkomme av selve anbefalingen, jfr. direktivets artikkel 5 nr. 3 og 6 nr. 5.

Direktivets artikkel 5 inneholder generelle krav til angivelse av interesser og interessekonflikter. I følge artikkelens nr. 1 skal relevante personer opplyse om alle omstendigheter som må antas å kunne påvirke en anbefalings objektivitet. Har den relevante personen en økonomisk interesse i det finansielle instrumentet som omtales i anbefalingen, eller foreligger det en interessekonflikt mellom den relevante personen og utstederen av det finansielle instrument som anbefalingen omhandler, skal det alltid opplyses om dette. Er det en juridisk person som produserer eller distribuerer anbefalingen, gjelder opplysningsplikten også for ansatte som har hatt befatning med analysen.

Artikkel 5 nr. 2 regulerer hvilke fysiske personer som skal vite om interessene eller interessekonfliktene til en juridisk person, for at interessene i alle tilfeller skal angis. Er personen som utarbeider anbefalingen kjent med eller forventes å være kjent med den juridiske personens interesser eller interessekonflikter, skal dette alltid oppgis i analysen. Videre skal foretakets interesser også oppgis dersom en person som kan

---

<sup>61</sup> Kredittilsynets rundskriv 39/1995.

<sup>62</sup> Norges Fondsmeglerforbunds etiske råds avgjørelse i sak nr. 14/1999, s. 8-9.

forventes å gjøre seg kjent med anbefalingens innhold før den blir distribuert, er kjent med interessene eller interessekonfliktene. Har ikke disse personene kjennskap til interessene eller interessekonfliktene til den fysiske personen, vil dermed interessene ikke nødvendigvis være opplysningspliktige. Hvis det derfor foreligger informasjonssperrer som nevnt i avsnitt 4.5.1.1 ovenfor, som hindrer at de som utarbeider analysene eller andre i selskapet får vite om foretakets interesser eller interessekonflikter, vil det ikke være fare for anbefalingens objektivitet og dermed ikke behov for opplysningsplikt.

Er journalister underlagt selvregulering, gjelder ikke de nevnte bestemmelsene for disse dersom selvreguleringsbestemmelsene inneholder tilsvarende regler om opplysningsplikt vedrørende interesser og interessekonflikter, jfr. artikkel 5 nr. 5. For journalister som utarbeider investeringsanbefalinger krever direktivets artikkel 5 nr. 5 at det skal foreligge tilfredsstillende regelverk som sikrer tilkjennegivelse av forbindelser og omstendigheter som med rimelig grunn kan antas å svekke anbefalingens objektivitet.

Direktivets artikkel 6 oppstiller ytterligere krav til hvilke forhold opplysningsplikten gjelder dersom den som produserer anbefalingen tilhører gruppen personer som nevnt i artikkel 1 nr. 4 litra a.

I henhold til artikkel 6 nr. 1 har personene nevnt i artikkel 1 nr. 4 litra a, plikt til å angi om vedkommende eller dennes nærstående har en økonomisk interesse i utstederen av de finansielle instrumentene omtalt i anbefalingen. Videre skal det også opplyses om utstederselskapet har en økonomisk interesse i analysevirksomheten. Det skal alltid opplyses om den nevnte økonomiske interessen dersom denne overstiger 5 % av selskapets aksjekapital. Har analysevirksomheten/analytikerens en annen relevant økonomisk interesse i utstederselskapet, skal dette også opplyses. Videre skal angivelsen av interessene og interessekonfliktene beskrive hvorvidt den relevante personen eller dennes nærstående er market-maker eller på annen måte øker likviditeten i de aktuelle finansielle instrumentene. Ved market-making er verdipapirforetak en aktiv

deltaker i markedet og tar løpende posisjoner for egen regning og risiko, og kan dermed ha egne interesser i de finansielle instrumentene.<sup>63</sup>

Har den som utarbeidet analysen eller dennes nærstående hatt et corporateoppdrag eller utført en investeringstjeneste for det aktuelle utstederforetaket de siste tolv månedene, skal dette opplyses i analysen. Dette gjelder ikke dersom nasjonale regler om taushetsplikt tilsier at slike opplysninger ikke kan gis. Endelig innebærer opplysningsplikten at den relevante personen skal gi opplysninger om avtalen er utarbeidet etter avtale med utstederselskapet.

Er lønnen til personene som har hatt befatning med en anbefaling, knyttet til investeringstjenester som utføres av verdipapirforetaket eller kredittinstitusjonen de er ansatt i, skal dette opplyses i anbefalingen, jfr. artikkel 6 nr. 3. Videre skal det opplyses om disse personene har ervervet aksjer av utstederen av de finansielle instrumentene anbefalingen omhandler før aksjene ble tilbudt allmennheten. Opplysningene skal inneholde hvilken pris aksjene ble kjøpt for og datoen for transaksjonen.

Verdipapirforetak og kredittinstitusjoner skal kvartalsvis offentliggjøre forholdet mellom kjøps-, salgs- og holdanbefalinger. Videre skal det opplyses om hvor stor andel av utstederne som verdipapirforetaket de siste tolv månedene har utført et corporateoppdrag for, som faller inn under hver av disse kategoriene, jfr. artikkel 6 nr. 4. Man kan ut fra dette se om det hyppigere blir gitt kjøpsanbefalinger vedrørende finansielle instrumenter utstedt av selskaper som står på corporateavdelingens kundeliste, enn til andre selskapers finansielle instrumenter. Er dette tilfelle, kan det tyde på at foretaket ikke har tilfredsstillende informasjonssperrer.

Direktivet inneholder også bestemmelser om angivelse av interesser og interessekonflikter dersom relevante personer distribuerer en anbefaling produsert av andre. Mottakeren av anbefalingen skal i disse tilfellene ha mulighet til å gjøre seg kjent med produsentens interesser og interessekonflikter, jfr. artikkel 8 andre ledd. Gjør den

---

<sup>63</sup> Norges Fondsmeglerforbunds anbefaling 1/2001, s. 3.

relevante personen vesentlige endringer i tredjemanns anbefaling før den distribueres, skal også denne personens interesser tilkjennevis, jfr. artikkel 8 første ledd.

#### 4.5.2 Gjeldende rett

##### 4.5.2.1 Krav til organiseringen av virksomheten

Vphl. § 9-1 inneholder krav til verdipapirforetakenes organisering. Det følger av vphl. § 9-1 første ledd nr. 5 at verdipapirforetak skal være ”oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikt mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg i mellom begrenses til et minimum”. Verdipapirforetakene er av den grunn forpliktet til å hindre at informasjon som kan skape interessekonflikter, spres mellom dets corporateavdeling og analyseavdeling. Foretakene må derfor ha tilstrekkelige informasjonssperre som hindrer slik spredning. Informasjonssperrene består av interne regler og retningslinjer. Hensikten med å etablere informasjonssperre er dels å begrense flyt av konfidensiell informasjon og dels å unngå interessekonflikter.

Interessekonfliktene vil ikke forsvinne ved etablering av informasjonssperre, men de vil sikre at verdipapirforetakenes håndtering av kundene ikke påvirkes av interessekonflikten.<sup>64</sup> Tilliten til verdipapirforetakene er avhengig av at markedet kan ha begrunnede forventninger om at det eksisterer effektive informasjonssperre.<sup>65</sup>

I henhold til vphl. § 9-1 fjerde ledd skal verdipapirforetak ”ha interne instruksjoner for (...) utveksling av informasjon mellom ulike deler av virksomheten”. Utover dette oppstiller ikke verdipapirhandelloven noen nærmere krav til hvordan informasjonssperrene skal etableres. Det er i forarbeidene uttalt at ansvaret for en forsvarlig organisering av virksomheten i størst mulig grad bør påhvile foretakene selv.<sup>66</sup> Det er altså opp til verdipapirforetakene å foreta den aktuelle organiseringen gjennom utarbeidelse av standard retningslinjer. I henhold til vphl. § 9-1 femte ledd er det foretakenes styre og daglige leder som skal utarbeide retningslinjene. Kredittilsynets oppgave er å påse at

---

<sup>64</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 668.

<sup>65</sup> NOU 1995:1, s. 65-66.

<sup>66</sup> Ot.prp. nr. 15 1995/96, s. 27.

foretakene har tilfredsstillende rutiner i henhold til kravene i vphl. § 9-1 og at retningslinjene blir fulgt.<sup>67</sup>

Etter vphl. § 9-8 er ansatte i verdipapirforetak underlagt en generell taushetsplikt om andres forhold som de får kjennskap til under sin virksomhet og vphl. § 2-2 inneholder regler om behandling av kurssensitiv informasjon. Disse bestemmelsene pålegger den enkelte taushetsplikt både overfor kollegaer og personer utenfor foretaket, og hindrer dermed at personer i en corporateavdeling kan gi informasjon om deres oppdrag til personer i analyseavdelingen. Mottar likevel en analytiker innsideinformasjon, vil vphl. § 2-2 andre ledd hindre at analyser utarbeidet av denne analytikeren kan offentliggjøres.<sup>68</sup>

Av forarbeidene fremkommer det at kravene til intern organisering, herunder kravene til interne rutiner, vil variere med risikoen for at interessekonflikter oppstår.<sup>69</sup> Kravene til forsvarlig organisering er derfor strengest for verdipapirforetak som hyppig og i stor utstrekning utøver både analyse- og corporatevirksomhet for én og samme kunde.<sup>70</sup>

Kredittilsynet omtaler i rundskriv 39/1995 viktigheten av å bruke informasjonssperrer. Rundskrivet er fra før ISD ble implementert i norsk rett, og sier dermed ingenting om tolkningen av vphl. § 9-1. Kredittilsynet understreker i rundskrivet at formelle retningslinjer og fysiske informasjonssperrer ikke i seg selv vil være tilstrekkelig for å hindre informasjonsflyt mellom de ulike avdelingene i et foretak, såfremt de ikke følges opp av de ansatte. Overholdelsen av Chinese walls vil derfor i stor grad være et spørsmål om tillit, holdninger og bevisstgjøring internt i foretakene.

---

<sup>67</sup> Christiansen, Analyser og corporate-opppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for forretningsjus, 1/2002, s. 3-17 (s. 8).

<sup>68</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 415).

<sup>69</sup> NOU 1995: 1, s. 65.

<sup>70</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 403).

Bransjens regelverk har også bestemmelser som har til formål å verne om verdipapirforetakets og markedets integritet i tilfeller der det kan oppstå interessekonflikter mellom analytiker- og corporateavdelingene. Norges Fondsmeglerforbunds styre har fastsatt en utfyllende anbefaling av betydning for organiseringen av verdipapirforetakenes virksomhet. Anbefaling 1/2003 inneholder flere krav knyttet til organisering og etablering av interne rutiner for verdipapirforetakenes virksomhet. Anbefalingen erstatter forbundets anbefalinger 3/1998 og 2/2001. Anbefaling 3/1998 bestod av utfyllende anbefalinger vedrørende Chinese walls ved tilretteleggeroppdrag og i forbindelse med analyser og egenhandel. Anbefaling 1/2003 viderefører i stor grad sistnevnte anbefaling og gir dermed uttrykk for en etablert praksis hos NFMFs medlemmer.

Anbefalingens formål er blant annet å redusere muligheten for at interessekonflikter oppstår, jfr. anbefalingens punkt 1. Anbefalingens punkt 2 krever derfor at verdipapirforetakene skal organiseres på en slik måte at risikoen for at det oppstår interessekonflikter reduseres så langt som mulig. Anbefalingen oppstiller i punktene 4-8 forskjellige krav til hvordan verdipapirforetaket skal innrette seg for å redusere muligheten for at interessekonflikter oppstår.

Anbefalingens punkt 4 inneholder krav til informasjonssperrer. Etter punkt 4.1 skal corporateoppdrag ikke bekjentgjøres for andre ansatte enn de direkte involverte. I henhold til punkt 4.2 og 4.3 skal verdipapirforetakene utarbeide observasjons- og forbudslister. Formålet med observasjons- og forbudslister er å unngå interessekonflikter og tvil om foretakets habilitet.<sup>71</sup> Observasjonslistene skal inneholde en oversikt over verdipapirforetakets corporateoppdrag. Har andre enn ansatte i foretakets corporateavdeling fått kunnskap om kurssensitiv informasjon, kan selskapet som informasjonen omhandler, føres på en forbudsliste. Det vil blant annet innebære at ingen ansatte i verdipapirforetaket kan gi råd til kunder vedrørende handel i selskapets finansielle instrumenter, hvilket igjen betyr at de heller ikke kan utarbeide analyser om disse.

---

<sup>71</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 406).

I en sak mot meglerhuset Alfred Berg har både Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd og Kredittilsynet slått fast at det ikke foreligger noe generelt forbud mot at en analytiker flyttes ”over veggen” og yter bistand i et corporateoppdrag. Men utarbeider analytikerne så en analyse vedrørende det samme selskapet, må det i analysen gis opplysninger om at analytikerne har ytet slik bistand.<sup>72</sup>

I følge NFMFs etiske normer § 4-5 annet ledd skal ”medlemsforetak som deltar i en emisjon, et offentlig videresalg e.l. (...) etablere et skille mellom foretakets enkelte funksjoner som sikrer at det ikke oppstår interessekonflikter i forbindelse med oppdrag for utstederen og andre kunder”. Det fremgår ikke av bestemmelsen hva slags skille det er tale om. Typiske former for skille vil være adgangskontroll, etasjeskille og data- og arkiveringsrutiner.

Videre omhandler NFMFs utkast til standard forretningsvilkår for verdipapirforetak punkt 22 krav til informasjonssperrer. Etter første ledd første punktum skal verdipapirforetak ha retningslinjer og regler slik at avdelingene i foretaket opererer uavhengig av hverandre for å unngå at interessekonflikter oppstår. Konkrete krav til organiseringen fremkommer derimot ikke.<sup>73</sup>

#### 4.5.2.2 Plikt til å gi informasjon om mulig interessekonflikt

Vphl. § 9-2 første ledd slår som tidligere nevnt fast at verdipapirforetak skal påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. I følge vphl. § 9-2 første ledd nr. 5 skal verdipapirforetaket ”på en egnet måte [gi] de nødvendige opplysninger under forhandlingene med sine kunder” og i følge femte ledd skal verdipapirforetak før det påtar seg et oppdrag, opplyse oppdragsgiver eller andre interesserte parter om forhold som er ”egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet”. Foretakets egne interesser er nevnt som et forhold som er egnet til å

---

<sup>72</sup> Norges Fondsmeglerforbunds etiske råds sak nr. 14/1999.

<sup>73</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 406).



skape slik tvil. Det kan også utledes en opplysningsplikt for verdipapirforetakene av vphl. § 9-2 første ledd nr. 6. For at foretakene skal ivareta kundenes interesser, legger forarbeidene til grunn at foretaket bl.a. må opplyse om sine økonomiske interesser i selskap som det har utarbeidet analyser om.<sup>74</sup>

Verdipapirforetakene har altså en opplysningsplikt overfor sine kunder og oppdragsgivere eller andre interesserte parter. Dette må bety at plikten gjelder overfor enhver som vil kunne komme til å fatte en investeringsbeslutning på bakgrunn av analysen. For at de nevnte personene skal motta den opplysningspliktige informasjonen, er det nødvendig for foretakene å gi opplysningene i selve analysen. At opplysningene foretakene er pliktige til å gi skal inntas i selve analysen, er også kravet i Norges Fondsmeglerforbunds anbefaling 1/2003 punkt 9.1.

I henhold til vphl. § 9-2 første ledd nr. 5 omfatter opplysningsplikten ”nødvendige forhold”. For at opplysningene skal være nødvendige, har Kredittilsynet lagt til grunn at opplysningene må kunne ha betydning for kundenes investeringsbeslutninger.<sup>75</sup>

I henhold til vphl. § 9-2 femte ledd skal det gis opplysninger om ”foretakets egne interesser eller andre særlige grunner [som] er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet”. Dette vil være opplysninger som kan ha betydning for kundenes investeringsbeslutninger, og opplysningene som må gis etter vphl. § 9-2 femte ledd vil være et eksempel på hva som er en nødvendig opplysning i vphl. § 9-2 første ledd nr. 5.

Informasjon om foretakets egne interesser som er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, må innebære informasjon om foretakets eierposisjoner i det analyserte selskapet. At dette er opplysningspliktig informasjon følger også av Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer § 4-3.

Videre må verdipapirforetakenes corporateoppdrag for de analyserte selskapene være interesser som ”er egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet”. Dette har også

---

<sup>74</sup> Ot. prp. nr. 15 (1995-1996) Om lov om endringer: lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv., s. 41.

<sup>75</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 689.

Kredittilsynet slått fast i en sak vedrørende Orkla Finans. Orkla Finans hadde utarbeidet en analyse av et selskap i forbindelse med et emisjonsoppdrag for det samme selskapet. I analysen var det ikke opplyst at Orkla Finans skulle bistå i en forestående emisjon, og leserne av analysen fikk dermed ikke opplysninger om at foretaket hadde direkte økonomiske interesser i emisjonen. Kredittilsynet mente derfor at verdipapirforetakets rolle i den forestående emisjonen ville være en opplysning om foretakets interesse som ville være sentral for de investorene som leser analysen. Investorene kunne da ha tatt høyde for dette i vurderingen av om analysen var objektiv eller var markedsføring av selskapet. Kredittilsynet uttalte så at det at Orkla Finans ikke oppga disse opplysningene, ville være egnet til å svekke tilliten til Orkla Finans og dermed også til verdipapirmarkedet som sådan.<sup>76</sup>

Norges Fondsmeglerforbunds etiske regler § 4-5 nedfeller dessuten en generell opplysningsplikt for verdipapirforetakene til å opplyse om selskaper de utøver corporateoppdrag for.<sup>77</sup> Dersom foretakene hadde innrettet seg slik at de som utarbeidet analysen ikke hadde hatt kjennskap til corporateoppdraget, har praksis lagt til grunn at foretakets corporateoppdrag ikke ville vært egnet til å skape tvil om foretakets uavhengighet, og dermed ikke være opplysningspliktig informasjon.<sup>78</sup>

Når det gjelder spørsmålet om ansattes eierposisjon i det analyserte selskap er opplysningspliktig informasjon, har Norges Fondsmeglerforbunds etiske råd i sak vedrørende First Securities uttalt at de som erverver aksjer skal få konkret informasjon om den som utarbeider analysen er i en posisjon som kan være egnet til å svekke analysens objektivitet.<sup>79</sup> Informasjon om andre ansattes investeringer kan også være opplysningspliktig dersom deres eller foretakets rådgivning kan bli påvirket av det aktuelle aksjeinnehav. Rådet la videre vekt på hvordan de ansattes investeringer kunne

---

<sup>76</sup> NFMFs Rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag, Oslo, november 2000, s. 25-27.

<sup>77</sup> Christiansen, Analyser og corporateoppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 1/2002, s. 3-17 (s. 10).

<sup>78</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 417).

<sup>79</sup> Norges Fondsmeglerforbunds etiske råds sak nr. 9/2000.

bli oppfattet av de som handler aksjer og markedet for øvrig. Kredittilsynet uttalte vedrørende samme sak at foretak må opplyse om ansattes eierandeler i selskapet som analyseres, med mindre eierandelene ikke vil ha noen reell økonomisk betydning for den ansatte. Ansattes innehav som er egnet til å påvirke analysens objektivitet vil altså være nødvendig informasjon for investorene, og dermed opplysningspliktig etter vphl. § 9-2.

I saken mot meglerhuset Alfred Berg ble det som nevnt slått fast at foretaket skulle ha gitt informasjon i analysen om at to analytikere hadde deltatt i et corporateoppdrag for det selskapet analytikerne senere utarbeidet en analyse om. Hadde slik informasjon blitt gitt, ville markedet blitt opplyst om mulighetene for interessekonflikter og potensielle tegnere i den forestående emisjonen kunne ha vurdert analysen av selskapet mer forbeholdent. Ved ikke å opplyse om at analytikerne hadde deltatt i corporateoppdraget, mente etisk råd at det kunne bidra til å svekke markedets integritet og tillit.<sup>80</sup>

Kredittilsynet har både i saken vedrørende Alfred Berg, Orkla Finans og First Securities lagt til grunn at opplysningsplikten ikke blir tilstrekkelig ivaretatt med en ”negativ disclaimer” i analysen, det vil si at det ikke er tilstrekkelig å opplyse om at verdipapirforetaket eller dets ansatte ”kan ha” visse interesser.<sup>81</sup> Har foretaket økonomiske interesser i det selskapet analysen gjelder eller det på en annen måte foreligger forhold som er egnet til å påvirke foretakets habilitet, skal dette altså eksplisitt opplyses i analysen.<sup>82</sup>

Norges Fondsmeglerforbunds anbefaling 1/2003 punkt 9 stiller opp ytterligere krav til deres medlemsforetaks opplysningsplikt. Foretakene skal som nevnt opplyse kundene om egne posisjoner i instrumentet som en analyse omhandler. Opplysningsplikten om foretakets beholdning omfatter derimot ikke beholdninger som foretaket besitter som

---

<sup>80</sup> Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 409) og NFMFs etiske råds avgjørelse 14/1999.

<sup>81</sup> Bechmann m.fl, Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 691-692.

<sup>82</sup> Høringsforslag om Retningslinjer for å styrke den uavhengige finansanalyse, Norske Finansanalytikeres Forening, Oslo 22. mai 2003. Se også Birkeland og Gravir, Analysevirksomhet i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, 3/2002, s. 395-421 (s. 409 og 418).

følge av egenhandel som ledd i deres investeringstjenestevirksomhet. Det skal imidlertid opplyses i analysen at foretaket kan ha beholdning i selskapets aksjer som følge av slik virksomhet. Videre skal det opplyses om analysen utarbeides som ledd i et corporateoppdrag. Ved fastsettelsen av anbefaling 1/2003 ble det fastsatt et nytt krav i forhold til tidligere anbefalinger der verdipapirforetak har en plikt til å opplyse om det de siste 12 månedene har utført et corporateoppdrag for utstederen av de finansielle instrumentene analysen omhandler.

For uavhengige analytikere gjelder kun Norske Finansanalytikeres Forenings regler, såfremt de er medlem av foreningen. I NFFs etiske regler punkt 3.4 tredje ledd skal finansanalytikere ”umiddelbart” opplyse oppdragsgiveren om interessekonflikter som oppstår. Videre skal oppdragsgiveren også informeres om ”det er tvil knyttet til finansanalytikerens habilitet eller uavhengighet”.

#### 4.5.3 Endringene

I følge direktivet skal verdipapirforetak og kredittinstitusjoner i deres anbefalinger opplyse om interne rutiner og tiltak som reduserer muligheten for at interessekonflikter skal oppstå. Det skal blant annet opplyses om informasjonssperrer. Det er i dag flere bestemmelser som stiller krav til foretakenes organisering, herunder krav om informasjonssperrer, og det må etter implementeringen av direktivet altså gis informasjon om disse i analysene.

Både direktivet og verdipapirhandelloven oppstiller et generelt krav om at det skal opplyses om forhold som er egnet til å påvirke anbefalingens objektivitet. Men der direktivet angir konkrete omstendigheter det alltid skal opplyses om, må man etter gjeldende rett fastsette innholdet i opplysningsplikten ut fra en gjennomgang av bransjestandarder og praksis. For å oppfylle direktivets bestemmelser må det derfor gis konkrete bestemmelser om forhold som er egnet til å påvirke en anbefalings objektivitet.

I tillegg til omstendighetene nevnt i avsnitt 4.5.2.2 som det etter gjeldende rett skal opplyses om, stiller direktivet opp en opplysningsplikt også for andre forhold. I henhold

til direktivet skal det opplyses om interessekonflikter mellom den relevante personen og selskapet en anbefaling omhandler. I tillegg til at det skal opplyses om verdipapirforetakets og ansattes eierposisjoner i utstederforetaket, skal det i henhold til direktivet opplyses om utstederforetaket har en økonomisk interesse i analysevirksomheten. Videre er kravet om at det skal opplyses om en analytikers lønn er tilknyttet verdipapirforetakets investeringstjenester, nytt i forhold til gjeldende rett.

Disse forholdene vil være egnet til å skape tvil om foretaks uavhengighet, og derfor være opplysningspliktig informasjon etter vphl. § 9-2 første ledd nr. 5 og femte ledd. Direktivet spesifiserer dermed omstendighetene som er egnet til å skape tvil om foretaks uavhengighet.

Videre stiller direktivet opp tiltak som kan etterprøve om analysene faktisk er objektive. Dette er nytt i forhold til gjeldende rett.

## 4.6 Tilsyn og sanksjoner

### 4.6.1 Bestemmelsene i markedsmisbruksdirektivet

Jeg vil avslutningsvis se på om Kredittilsynets kompetanse må utvides for å tilfredsstille direktivets krav til tilsynsorganers kompetanse og hvilke sanksjoner som er aktuelle ved brudd på bestemmelsene om utarbeidelse og formidling av analyser. Bestemmelsene om tilsyn og sanksjoner er plassert i markedsmisbruksdirektivet. Når jeg i det følgende omtaler bestemmelser i ”direktivet”, er det dermed bestemmelsene i markedsmisbruksdirektivet jeg viser til.

#### 4.6.1.1 Tilsynskompetanse

Markedsmisbruksdirektivet tillegger den nasjonale tilsynsmyndigheten en omfattende kompetanse ved utøvelse av dets virksomhet. Etter direktivets artikkel 11 skal hver medlemsstat utpeke ett administrativt tilsynsorgan. Tilsynsorganet skal være uavhengig av markedsaktørene, jfr. 36. avsnitt i direktivets fortale. I dag er det som nevnt Kredittilsynet som fører tilsyn med verdipapirforetak og kredittinstitusjoner i Norge. Ettersom det kun skal være ett tilsynsorgan, og siden Kredittilsynet har deler av

kompetansen tilsynsorganet skal ha etter direktivet, er det naturlig at det blir Kredittilsynet som er "the competent authority" i Norge.

I følge direktivets artikkel 12 nr. 2 litra a og b skal den nasjonale tilsynsmyndigheten ha kompetanse til å innhente alle typer dokumenter og opplysninger som er nødvendig for at det kan utføre de oppgavene det er tillagt i henhold til direktivet. I henhold til andre kommisjonsdirektiv artikkel 3 nr. 3, skal relevante personer ved forespørsel fra tilsynsmyndigheten kunne bekrefte at analysene er rimelige og forsvarlige. Denne bestemmelsen er en følge av tilsynsmyndighetenes kompetanse til å innhente opplysninger. Dessuten kan tilsynsorganet kreve opphør av praksis som er i strid med direktivet eller dets utfyllende bestemmelser, jfr. artikkel 12 nr. 2 litra e.

Medlemsstatene har i følge direktivets artikkel 14 nr. 3 adgang til å bestemme hva slags sanksjoner som kan ilegges dersom personene under etterforskning ikke samarbeider med tilsynsmyndigheten.

#### 4.6.1.2 Sanksjoner

Brudd på markedsmisbruksregelverket skal føre til ilegging av sanksjoner, jfr. 38. avsnitt i direktivets fortale. Videre følger det av fortalen at sanksjonene skal være effektive og hensiktsmessige. Direktivets hovedregel om sanksjoner følger av artikkel 14 nr. 1. I følge bestemmelsen skal medlemsstatene sørge for at brudd på direktivet møtes med enten strafferettslige eller administrative sanksjoner eller andre tiltak. Administrative sanksjoner er i henhold til NOU 2003:15 sanksjoner som ilegges av et forvaltningsorgan og er formelt forvaltningsrettslige enkeltvedtak. Forvaltningslovens regler om klage og omgjøring vil følgelig gjelde. Vedtak om administrative sanksjoner vil alltid kunne overprøves av domstolene etter reglene i sivilprosessen. Det innebærer at den som er misfornøyd med vedtaket må reise sak.<sup>83</sup>

Egnede administrative sanksjoner ved ikke vesentlige brudd på bestemmelsene om analyser og investeringsanbefalinger vil være ilegging av overtredelsesgebyr eller

---

<sup>83</sup> NOU 2003:15 Fra bot til bedring, s. 24.

formell advarsel.<sup>84</sup> Et overtredelsesgebyr vil si at en må betale et pengebeløp ved overtredelse av den aktuelle bestemmelsen. En formell advarsel vil gi grunnlag for strengere reaksjon eller straff ved senere, gjentatt overtredelse.<sup>85</sup>

Det er i avsnitt 4.2.1.1 ovenfor redegjort for hvem direktivets bestemmelser om analyser og investeringsanbefalinger gjelder for. I følge direktivets artikkel 14 nr. 1 skal personer som bryter direktivets bestemmelser bli møtt med en sanksjon. Alle personene nevnt i avsnitt 4.2.1.1, kan derfor bli ilagt administrative eller strafferettslige sanksjoner ved brudd på direktivet.

I følge artikkel 14 nr. 4 har tilsynsmyndighetene adgang til å offentliggjøre konkrete overtredelser av direktivet og hvilke sanksjoner som blir ilagt ved overtredelsene.

## 4.6.2 Gjeldende rett

### 4.6.2.1 Tilsynskompetanse

I følge kredittilsynsloven § 1 nr. 1, 2, 6 og 14, jfr. § 2 første ledd, fører Kredittilsynet i dag tilsyn med verdipapirforetak og kredittinstitusjoner. At Kredittilsynet fører tilsyn med verdipapirforetak, fremkommer i tillegg av vphl. § 12-1 andre ledd. Andre som utarbeider analyser, er derimot ikke underlagt noe tilsyn. Institusjonene Kredittilsynet har tilsyn med, plikter å gi tilsynet alle opplysninger og alle dokumenter det måtte kreve, jfr. kredittilsynsloven § 3 andre ledd og vphl. § 12-2 første ledd. I henhold til kredittilsynsloven § 3 første ledd, har Kredittilsynet også kompetanse til å foreta stedlig tilsyn for å ”se til” at institusjonene ”virker på hensiktsmessig og betryggende måte”.

Andre enn institusjonene som er under tilsyn, har bare opplysningsplikt overfor Kredittilsynet dersom tilsynet har mistanke om overtredelse av vphl. § 2-1 første ledd om innsidehandel, vphl. § 2-2 første ledd om taushetsplikt vedrørende innsideopplysninger eller vphl. § 2-6 om kursmanipulasjon, jfr. vphl. § 12-2 sjette ledd.

---

<sup>84</sup> NOU 2003:15, s. 27.

<sup>85</sup> Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), s. 110.

Som ledd i sitt tilsynsarbeid kan Kredittilsynet kreve bevisopptak ved domstolene, jfr. kredittilsynsloven § 5 andre ledd.

I medhold av vphl. § 12-4 første ledd kan Kredittilsynet gi pålegg om retting til verdipapirforetak som opptrer i strid med lov eller forskrift. Pålegg om retting kan også gis dersom foretaket opptrer i strid med de interne retningslinjene nevnt i vphl. § 9-1. For de andre institusjonene Kredittilsynet fører tilsyn med, kan det også gis pålegg om retting i visse situasjoner, jfr. kredittilsynsloven § 4 første ledd.

For fullstendighetens skyld nevner jeg at Kredittilsynet også kan gi pålegg om å stanse virksomhet overfor foretak som ikke har nødvendig tillatelse eller trekke tilbake en tillatelse i visse tilfeller, jfr. kredittilsynsloven § 4a og vphl. § 12-5. Dette vil imidlertid ikke være aktuelt ved brudd på bestemmelsene om analyser, da det ikke kreves konsesjon for å utøve slik virksomhet, jfr. vphl. § 7-1 første ledd, jfr. vphl. § 1-2 første ledd.

#### 4.6.2.2 Sanksjoner

Ved overtredelse av verdipapirhandelloven er det etter gjeldende rett først og fremst tradisjonell strafferettslig forfølgning som er aktuelt. For visse tilfeller kan Kredittilsynet beslutte vinningsavståelse, jfr. vphl. § 14-2.

Kravene til analyser og investeringsanbefalinger utledes av bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl. § 9-2. Overtredelse av bestemmelsen straffes med bøter eller fengsel i inntil 1 år dersom bestemmelsen forsettlig eller uaktsomt blir overtrådt. Straff kan kun benyttes ved grove eller gjentatte overtredelser av bestemmelsen, jfr. vphl. § 14-3 andre ledd nr. 6. Bakgrunnen for at overtredelsen må være grov eller gjentatt, er i følge forarbeidene at kravet til god forretningsskikk ikke er særlig forutberegnlig, da standardens innhold endres over tid.<sup>86</sup>

---

<sup>86</sup> NOU 1996: 2 Verdipapirhandel, s. 201.



Brudd på bestemmelsen om å organisere virksomheten slik at risikoen for interessekonflikter reduseres, altså vphl. § 9-1 første ledd nr. 5, er ikke straffbar da bestemmelsen ikke er nevnt i vphl. § 14-3 som er verdipapirhandellovens straffebestemmelse. Kredittilsynet kan imidlertid som nevnt i forrige avsnitt, gi pålegg om retting, jfr. vphl. § 12-4 første ledd.

Ved ikrafttreddelsen av verdipapirhandelloven av 1997 ble bestemmelsen om vinningsavståelse i vphl. § 14-2 innført. Kompetansen til å beslutte vinningsavståelse var opprinnelig tillagt ØKOKRIM, men ble ved lovendring 15. juni 2001 overført til Kredittilsynet.<sup>87</sup> Dersom noen oppnår en ”vinning ved en uaktsom eller forsettelig overtredelse av § (...) 9-2 (...) kan den som vinningen tilfalt, pålegges helt eller delvis å avstå fra denne”, jfr. vphl. § 14-2 første ledd. Vinningsavståelse kan altså benyttes ved brudd på opplysningsplikten i vphl. § 9-2. Bestemmelsen medfører at Kredittilsynet kan fremme et inndragningskrav uten å måtte gå veien om påtalemyndigheten. Dersom pålegg om vinningsavståelse ikke vedtas, kan Kredittilsynet reise sivil sak, jfr. vphl. § 14-2 tredje ledd. Dette er annerledes enn administrative sanksjoner nevnt i NOU 2003:15 og avsnitt 4.6.1.2 overfor, der det er den som er misfornøyd med vedtaket som må reise sak. I forarbeidene er det forutsatt at vinningsavståelse skal være et alternativ til politianmeldelse, og at Kredittilsynet ved antatte alvorlige lovbrudd bør anmelde forholdet til påtalemyndigheten.<sup>88</sup>

At Kredittilsynet i sitt høringsnotat vedrørende implementeringen av Markedsmisbruksdirektivet foreslår at vinningsavståelse skal være en sanksjon ved brudd på bestemmelsen om analyser og investeringsanbefalinger<sup>89</sup>, viser at Kredittilsynet mener vinningsavståelse vil være praktisk ved brudd på disse bestemmelsene.

Medlemmene til Norges Fondsmeglerforbund forutsettes å etterleve forbundets etiske normer, beslutningene fattet av etisk råd og styrets anbefalinger, jfr. forbundets

---

<sup>87</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 826.

<sup>88</sup> NOU 1996:2 s. 200.

<sup>89</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 102.

vedtekter §§ 5-1 tredje ledd og 6-1 første ledd. Hvilke sanksjoner rådet eller forbundets styre kan ilegge medlemsforetakene ved brudd på normene eller anbefalingene, fremkommer av behandlingsreglene for saker i henhold til Norges Fondsmeglerforbunds etiske normer, § 4-1. Dersom etisk råd finner at et medlemsforetak ikke har opptrådt i overensstemmelse med de etiske normene eller forbundets anbefalinger, kan rådet gi vedkommende medlemsforetak irettesettelse, kritikk eller advarsel, avhengig av overtredelsens karakter. For grove brudd på de etiske normene eller forbundets anbefalinger, kan etisk råd ilegge medlemsforetaket en bot på opptil to ganger årlig kontingent i forbundet. Ved de alvorligste bruddene kan rådet foreslå for forbundets styre at medlemsforetaket ekskluderes.

Overtreter medlemmene til Norske Finansanalytikeres Forening foreningens etiske regler, kan foreningens etiske komité meddele kritikk eller gi advarsel, jfr. etiske reglers punkt 4.4. Av samme bestemmelse følger det at medlemmet kan bli suspendert eller ekskludert som medlem av NFF. Til slutt kan medlemmet få suspendert eller tape retten til å benytte tittelen som Autorisert Finansanalytiker.

For uavhengige analysevirksomheter og uavhengige analytikere som ikke er medlem av NFF finnes det ingen sanksjoner, med mindre de i analyser uredelig søker ”å påvirke kursen på et finansielt instrument”, jfr. vphl. § 2-6 første ledd.

#### 4.6.3 Endringene

##### 4.6.3.1 Tilsynskompetanse

Markedsmisbruksdirektivet legger som nevnt opp til en relativt omfattende tilsynskompetanse. Tilsynsmyndigheten skal i henhold til direktivets artikkel 12 nr. 2 litra a-h ilegges kompetanse til å utøve flere omfattende beføyelser. Jeg vil i det følgende se på hva som må til for at gjeldende rett skal oppfylle direktivets krav til tilsynsmyndighetens kompetanse når det gjelder beføyelser som kan være aktuelle ved brudd på bestemmelsene om analyser og investeringsanbefalinger.

I følge direktivets artikkel 12 nr. 2 litra a og b skal den nasjonale tilsynsmyndigheten ha kompetanse til å innhente alle nødvendige dokumenter og opplysninger for å kunne utføre oppgavene det er tillagt. Siden Kredittilsynet i dag bare har en slik kompetanse overfor verdipapirforetak og kredittinstitusjoner, er det nødvendig at deres myndighet utvides til å gjelde alle som utarbeider analyser.

Tilsynsorganet skal kunne kreve opphør av praksis som er i strid med direktivet eller dets utfyllende bestemmelser, jfr. artikkel 12 nr. 2 litra e. I dag har Kredittilsynet kun adgang til å gi pålegg om retting til verdipapirforetak og kredittinstitusjoner dersom foretaket/institusjonen opptrer i strid bestemmelser gitt i lov eller i medhold av lov, jfr. vphl. § 12-4 første ledd og kredittilsynsloven § 4 første ledd nr. 7. For å oppfylle direktivets krav må altså Kredittilsynet kunne pålegge krav om retting til enhver.

#### 4.6.3.2 Sanksjoner

Etter gjeldende rett er det, med unntak av vinningsavståelse i de tilfeller hvor det er aktuelt, kun tradisjonell strafferettslig forfølgning som står til rådighet ved overtredelser av verdipapirhandelloven. I henhold til direktivets artikkel 14 nr. 1 skal medlemslandene sørge for at brudd på bestemmelsene i direktivet skal bli møtt med strafferettslige og administrative sanksjoner. For å oppfylle kravet om strafferettslige sanksjoner, må verdipapirhandellovens straffebestemmelse utvides til også å gjelde brudd på bestemmelsene om analyser og investeringsanbefalinger. Spørsmålet blir så om det i følge direktivet er påkrevd for medlemsstatene å innføre administrative sanksjoner.

Direktivets artikkel 14 nr. 1 sier at medlemsstatene i overensstemmelse med deres nasjonale rett skal sørge for at brudd på direktivet skal kunne medføre passende administrative sanksjoner. I henhold til ordlyden skal altså ileggelse av administrative sanksjoner være i tråd med medlemsstatens ellers gjeldende rett. Det opprinnelige forslaget til direktivet la opp til obligatoriske administrative sanksjoner. Ordlyden ble derimot endret etter innspill fra enkelte medlemsland.<sup>90</sup> I Parlamentets betenkning av

---

<sup>90</sup> Kredittilsynets høringsnotat s. 86.

27. februar 2002 s. 41 hvor ordlyden i artikkel 14 er kommentert, er det uttalt at medlemsstater ikke skal være forpliktet til å vedta administrative sanksjoner i tillegg til strafferettslige, dersom det vil stride med den nasjonale lovgivning eller forfatning. Dette viser at medlemsstatene ikke er pålagt å innføre administrative sanksjoner så lenge dette strider med nasjonal rett. Det må i alle tilfelle finnes effektive og hensiktsmessige strafferettslige sanksjoner for å oppfylle kravene satt i direktivet, jfr. kravet om at brudd på direktivet skal bli effektivt sanksjonert i avsnitt 38 i markedsmisbruksdirektivets fortale.<sup>91</sup>

I januar 2001 ble det nedsatt et sanksjonsutvalg, hvis formål var å utrede hva slags sanksjoner som ville gi et mer effektivt og nyansert sanksjonssystem med mindre bruk av straff.<sup>92</sup> Sanksjonsutvalget drøfter i NOU 2003:15 Fra bot til bedring, blant annet bruk av administrative sanksjoner. Før det blir innført administrative sanksjoner vil det være nødvendig med en avklaring og regulering av en del problemer som reiser seg ved bruk av administrative sanksjoner, særlig i forhold til den Europeiske Menneskerettighetskonvensjons bestemmelser om forbud mot gjentatt forfølgning, vernet mot selvinkriminering og domstolens prøvelsesrett. Da markedsmisbruksdirektivet ikke inneholder noe krav om administrative sanksjoner hos medlemsstatene, vil det være hensiktsmessig å vente med å innføre dette for brudd på direktivet, til oppfølgingen av sanksjonsutvalgets innstilling i NOU 2003:15 er nærmere avklart.<sup>93</sup>

## 5 Avslutning

Analyser og investeringsanbefalinger er som nevnt viktige instrumenter i verdipapirmarkedet. Markedsaktørene legger disse betydelig vekt, og analysene vil dermed ofte påvirke kursen på de finansielle instrumentene som vurderes i analysene.

---

<sup>91</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 86.

<sup>92</sup> NOU 2003:15, s. 19.

<sup>93</sup> Kredittilsynets høringsnotat, s. 87.

Det er derfor av stor viktighet at opplysningene som formidles er korrekte.<sup>94</sup> Andre kommisjonsdirektiv fastsetter derfor presise og detaljerte krav til analysers objektivitet og utarbeidelsen av disse.

Etter implementeringen av direktivet vil bestemmelsene om analyser og investeringsanbefalinger følge direkte av lov eller forskrift, i stedet for av en rettslig standard som må fylles ut av bransjestandarder og praksis. Praksis har vist at uttalelser om god forretningsskikk under tiden har kommet overraskende på markedsaktørene.<sup>95</sup> Direktivets presise og detaljerte regler vil derfor øke forutberegneligheten for markedsaktørene i forhold til den mer generelle lovregulering etter gjeldende rett.

For å oppfylle direktivets bestemmelser må det foretas flere endringer. Den største endringen vil være at bestemmelser som tidligere bare gjaldt verdipapirforetak, nå vil gjelde alle som utarbeider analyser som del av sin yrkesvirksomhet. Uavhengige analyseselskaper har til nå kunnet operere omtrent som de har villet. Det vil derfor være rimelig at alle som utarbeider analyser og investeringsanbefalinger blir underlagt samme lovbestemmelser og kan bli møtt med de samme sanksjonene.<sup>96</sup>

For verdipapirforetak vil de nye reglene supplere de rettslige standardene i verdipapirhandelloven. Videre vil bransjestandardene få mindre selvstendig betydning som følge av implementeringen. Personer som tidligere bare ble omfattet av dette regelverket, vil nå også bli omfattet av de nye reglene direktivet medfører.

## 6 Litteraturliste

---

<sup>94</sup> Bechmann m.fl., Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, s. 133.

<sup>95</sup> NOU 1995:1, s. 79-80.

<sup>96</sup> Norske Finansanalytikeres Forenings høringsuttalelse.

Bechmann, Tor, Knut Bergo, Jan Bjørnsen, Per Anders Sæhle, Kjersti Tøgard Trøbråten. *Verdipapirhandelloven. Kommentarutgave*. Oslo, 2002.

Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2004.

Birkeland, Tor G. og Gaute Gravir. *Analysevirksomhet i verdipapirforetak*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Årg. 8 (3/2002), s. 395-421.

Boe, Erik. *Innføring i juss. Juridisk tenkning og rettskildelære*. Oslo, 1996.

Christiansen, Erling. *Analyser og corporate-oppdrag i verdipapirforetak*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Årg. 8 (1/2002), s. 3-17.

Christiansen, Erling. *Materialsamling i Børs- og Verdipapirrett*. Oslo, 2004.

Finansdepartementets høringsbrev datert 3. mars 2004. Tilgang: <http://www.odin.no>.

Finansdepartementet. Regelverksprosessen for finansielle tjenester. Tilgang: [www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html](http://www.odin.no/fin/norsk/eu/finansmarked/bu.html).

Kredittilsynets høringsnotat. Begrenset revisjon av verdipapirhandelloven mv. – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv, 1. mars 2004. Tilgang: <http://www.odin.no>.

Kredittilsynets rundskriv 39/1995.

Lau Hansen, Jesper. *Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbrug*. I: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret. Årg. 3 (2/2001), s. 352-368.

Norges Fondsmeglerforbunds anbefaling 1/2003. Tilgang: <http://www.nfmf.no>.

Norges Fondsmeglerforbunds etiske råds avgjørelse i sak nr. 14/1999. Tilgang: <http://www.nfmf.no>.

Norges Fondsmeglerforbunds etiske råds avgjørelse i sak nr. 9/2000. Tilgang: <http://www.nfmf.no>.

Norges Fondsmeglerforbunds rapport og forslag til anbefalinger knyttet til verdipapirforetaks egenhandel og market-making i aksjer samt opplysninger om egne posisjoner og oppdrag, Oslo 21. november 2000. Tilgang: <http://www.nfmf.no>.

Norske Finansanalytikeres Forening. Høringsforslag om Retningslinjer for å styrke den uavhengige finansanalyse. Oslo 22. mai 2003. Tilgang: <http://www.finansanalytiker.no>.

NOU 1995:1 *Investeringsforetak*.

NOU 1996:2 *Verdipapirhandel*.

NOU 2003:15 *Fra bot til bedring*.

Ot.prp. nr. 15 (1995-1996) *Om lov om endringer: lov 14. juni 1985 nr. 61 om verdipapirhandel mv.*

Ot.prp. nr. 12 (2004-2005) *Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet m.v.).*

Rønning, fornavn og fornavn Hammerich, *Noen spørsmål knyttet til verdipapirhandellovens regler om "god forretningsskikk" ved tilrettelegging av emisjoner og ved aktiv forvaltning*. I: Tidsskrift for forretningsjus. Årg. (nr/1998), s. 119-142.

Transactions in securities. Market abuse. Tilgang: <http://europa.eu.int/scadplus/printversion/en/lvb/124035.htm>.

Working document ESC 13/2003. Tilgang:

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/securities/docs/abuse/esc-13-2003/esc-13-2003_en.pdf).

## **7 Forkortelser**

CESR – Committee of European Securities Regulators

ISD – Council Directive 93/22/EEC of May 1993 on investment services in the securities field

NFF – Norske Finansanalytikeres Forening

NFMF – Norges Fondsmeglerforbund